

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

**Plnění konvergenčních kritérií Maastrichtské smlouvy
v České republice**

Radka Tvrdíková

© 2012 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomických teorií

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Tvrdíková Radka

Provoz a ekonomika

Název práce

Plnění konvergenčních kritérií Maastrichtské smlouvy v České republice

Anglický název

Implementation of the Maastricht convergence criteria in the Czech Republic

Cíle práce

Cílem práce je analýza vývoje plnění maastrichtských konvergenčních kritérií pro vstup do eurozóny Českou republikou a predikce termínu zavedení jednotné evropské měny euro v České republice.

Metodika

Práce bude zpracována na základě odborné literatury zaměřené na problematiku Evropské unie a eurozóny. Úvodní část práce bude obsahovat teoretická východiska řešení problematiky. Praktická část bude věnována analýze vývoje plnění maastrichtských konvergenčních kritérií Českou republikou a predikci předpokládaného termínu vstupu do eurozóny.

Použité metody: deskripce, analýza.

Harmonogram zpracování

1. Zápočet LS/2011: vyhledání a studium literatury.
2. Zápočet ZS/2012: vypracování teoretické části práce.
3. Zápočet LS/2012: vypracování analytické části a závěru práce.

Rozsah textové části

30 - 40 stran

Klíčová slova

Evropská unie, eurozóna, maastrichtská konvergenční kritéria, inflace, HDP, měnový kurs, úroková sazba, finanční krize

Doporučené zdroje informací

ABRHÁM, Josef, HELÍSEK, Mojmir, PLCHOVÁ, Božena. Česká republika a EU: Ekonomika – Měna – Hospodářská politika. 1. vyd., Praha: Agentura Krigl, 2010. 208 s. ISBN 978-80-86912-39-4.

HELÍSEK, Mojmir. Euro v ČR z pohledu ekonomů. 1. vyd., Plzeň: Aleš Čeněk, s. r. o., 2009. 192 s. ISBN 978-80-7380-182-3.

JANÁČKOVÁ, Stanislava, MACH, Petr. Euro dříve, nebo později? - sborník textů. 1. vyd., Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2007. 92 s. ISBN 978-80-86547-63-9.

KUNEŠOVÁ, Hana., CIHELKOVÁ, Eva. a kol. Světová ekonomika. Nové jevy a perspektivy. 2. doplněné a přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. 319 s. ISBN 80-7179-455-4.

SOJKA, Milan. Česká ekonomika v evropských integračních procesech: Vybrané problémy. 1. vyd., Brno: Doplněk, 2009. 292 s. ISBN 978-80-7239-234-6.

Vedoucí práce

Šrédl Karel, doc. Ing. PhDr., CSc.

Termín odevzdání

březen 2012



doc. Ing. Josef Brčák, CSc.

Vedoucí katedry



prof. Ing. Jan Hron, DrSc., dr.h.c.

Děkan fakulty

v Praze dne 8.11.2011

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Plnění konvergenčních kritérií Maastrichtské smlouvy v České republice" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 26. 3. 2012

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala panu doc. PhDr. Ing. Karlu Šrédlovi, CSc., vedoucímu práce, za odborné rady a konzultace, které mi poskytl při vypracování této práce.

**Plnění konvergenčních kritérií Maastrichtské
smlouvy v České republice**

Implementation of the Maastricht convergence criteria in the
Czech Republic

Souhrn

Bakalářská práce je zaměřena na plnění maastrichtských konvergenčních kritérií Českou republikou, které je nutné dlouhodobě dodržovat pro vstup do měnové unie a zavedení jednotné měny euro. Plnění kritérií také závisí na vývoji situace v eurozóně, kde probíhá recese v důsledku dluhové krize, která negativně ovlivňuje i českou ekonomiku. Této problematice je proto také věnována část práce.

V první části práce jsou definovány fiskální a měnové požadavky a reálná kritéria, jež mají zajistit finanční stabilitu a cyklickou sladěnost se zeměmi eurozóny. V následující kapitole je popsán vznik dluhové krize v EU a její působení na nejvíce postihnuté státy.

Stěžejní částí práce je vyhodnocení plnění nominálních a reálných kritérií v jednotlivých letech. V závěru práce je predikce vstupu České republiky do eurozóny na základě předpokládaných hodnot kritérií.

Klíčová slova

Evropská unie, eurozóna, maastrichtská konvergenční kritéria, inflace, HDP, měnový kurs, úroková sazba, Pakt stability a růstu, finanční krize, dluhová krize, PIIGS, výnos

Summary

The bachelor's thesis is focused on the fulfilment of the Maastricht convergence criteria by the Czech Republic. In order to enter the monetary union and to adopt the single currency euro, these criteria must be observed in a long-term period. The fulfilment of the criteria also depends on the situation and development in euro zone, where there is an economic recession as the consequence of the debt crisis, what affects Czech economy negatively.

One part of the thesis is therefore dedicated to this issue. The first part defines fiscal and monetary requirements and also real convergence ensuring financial stability and cyclical alignment with countries within euro area. The following chapter describes the origins of the debt crisis in European Union and its influence on the most affected countries.

The crucial part of the thesis is the evaluation of the fulfilment of nominal and real criteria for each year by the Czech Republic. At the end there is an expected entrance period to the euro zone based on predicted criteria values.

Keywords

The European Union, euro area, the Maastricht convergence criteria, inflation, GDP, exchange rate, interest rate, Stability and growth pact, financial crisis, debt crisis, PIIGS, yield

Obsah

1.	Cíl práce a metodika.....	10
2.	Maastrichtská konvergenční kritéria.....	11
2.1.	Cenová stabilita.....	12
2.2.	Veřejné finance	14
2.2.1.	Kritérium vládního deficitu	14
2.2.2.	Kritérium vládního dluhu	15
2.3.	Kurzová stabilita	16
2.4.	Konvergence úrokových sazeb.....	18
3.	Reálná konvergence.....	20
4.	Pakt stability a růstu.....	22
4.1.	Sankční mechanismus jako prevence.....	23
4.2.	Dodržování pravidel	24
4.3.	Reformy.....	24
5.	Krize eurozóny.....	26
5.1.	Finanční krize	26
5.2.	Ekonomická krize	27
5.3.	Dluhová krize.....	28
5.3.1.	PIIGS - nejvíce ohrožené státy.....	30
5.3.1.1.	Situace v jednotlivých státech PIIGS	33
	PORTUGALSKO	33
	IRSKO.....	33
	ITÁLIE.....	35
	ŘECKO.....	36
	ŠPANĚLSKO.....	38
5.3.2.	Credit Default Swap	39
5.3.3.	Scénáře řešení krize eurozóny	42

5.3.4.	Záchranné operace.....	43
6.	Vyhodnocení plnění konvergenčních kritérií	45
6.1.	Cenová stabilita.....	46
6.2.	Veřejné finance	49
6.3.	Kurzová stabilita.....	52
6.4.	Konvergence úrokových sazeb.....	54
6.5.	Reálná konvergence	55
6.6.	Předpokládaný termín zavedení eura v ČR	56
7.	Závěr.....	59
8.	Seznam použitých zdrojů	62

Seznam grafů a tabulek

Seznam grafů

Graf 1: Růst výnosů desetiletých dluhopisů zemí PIGS za období 17. 3. 2011 - 15. 3. 2012	31
Graf 2: Růst výnosu desetiletých dluhopisů Irska za období 21. 3. 2011 – 19. 3. 2012.....	34
Graf 3: CDS zemí PIIGS za období leden 2008 – prosinec 2011 (v bazických bodech)	40
Graf 4: Nebezpečí poškození světové ekonomiky v důsledku rozpadu eurozóny	41
Graf 5: Nominální měnový kurz CZK/EUR v období 2007 - 2011	53

Seznam tabulek

Tabulka 1: Změna směnných kurzů v závislosti na HDP v EU 27 za období 2009 – 2012	30
Tabulka 2: Hodnoty cenové stability v letech 2005 - 2014 (v %)	47
Tabulka 3: Saldo sektoru vládních institucí v letech 2005 - 2014 (v % HDP).....	49
Tabulka 4: Dluh sektoru vládních financí v letech 2005 - 2014 (v % HDP).....	51
Tabulka 5: Dlouhodobé úrokové sazby pro konvergenční účely (v %)	54

Úvod

Česká republika si podpisem Smlouvy o přistoupení otevřela dveře do Evropské unie, jejímž členem se spolu s dalšími evropskými státy stala 1. května 2004. V okamžiku přistoupení České republiky k Evropské unii se, stejně jako jiné přistupující státy, stala také součástí třetí fáze Hospodářské a měnové unie, z které vyplývá automatický závazek přijetí eura. V té době obdržela dočasnou výjimku pro zavedení jednotné měny, ovšem za podmínky, že se bude snažit v rámci plnění kritérií v co nejbližším časovém okamžiku společnou měnu přijmout.

Před nahrazením národní měny za měnu společnou je nezbytné sladit ekonomický vývoj země s celkovým hospodářstvím eurozóny. Tím bude zaručeno její správné fungování a stabilizace eura. Konvergence s měnovou unií má být zajištěna dodržováním čtyř maastrichtských konvergenčních kritérií, a to nominálních, které musí být striktně a udržitelně plněny, ale nutné jsou i podmínky reálné konvergence, i přes to, že jejich splnění není pro zavedení jednotné měny klíčové. Potřebné je i provedení změn v legislativě přistupující země, tak aby byla slučitelná se Smlouvou o Evropské unii.

Tato maastrichtská konvergenční kritéria jsou charakterizována v první části práce. Zároveň je zde i podrobně vysvětlen systém Paktu stability a růstu, který je součástí fiskálního kritéria. Je zde zdůrazněna jeho důležitost, i když je mnohými státy porušován.

Následující část je věnována nepříznivé situaci na finančních trzích v Evropské měnové unii. Je zde popsán vznik této krize eurozóny až po současný vývoj, doprovázený poklesem výkonnosti ekonomik, měnového kurzu eura a rostoucím zadlužením zejména okrajových států eurozóny. Současně je zobrazen ekonomický vývoj těchto států podle výnosů státních desetiletých dluhopisů a poskytnuté prostředky na jejich záchranu ze strany Mezinárodního měnového fondu a EU.

Poslední část bakalářské práce navazuje na část první. Jedná se o vyhodnocení plnění konvergenčních kritérií Českou republikou od roku 2005 až do současnosti. Součástí je také předpokládaný vývoj nominálních kritérií v následujícím období do roku 2014. V závěru této části je na základě predikce stanoven termín zavedení eura v České republice spolu s určením výhod a nevýhod měnové unie.

1. Cíl práce a metodika

Cílem bakalářské práce je analyzovat stav české ekonomiky na základě plnění čtyř nominálních konvergenčních kritérií. V souvislosti s tím, se pokouší o vymezení předpokládaného období, kdy bude Česká republika dostatečně připravena pro vstup do eurozóny, tedy přijmout jednotnou měnu euro.

Práce byla zpracována na základě vyhledání potřebných informací v odborné literatuře, vztahující se k problematice Evropské unie, zejména eurozóny. Zároveň byly použity internetové zdroje pro čerpání aktuálních dat a informací o vývoji a dodržování konvergenčních kritérií, Evropské unii a s ní s pojené dluhové krize.

Při vypracovávání práce byly nejvíce použity metody deskripce, analýzy, dále syntézy a komparace. Užití metody deskripce je zřejmé především u charakteristiky jednotlivých konvergenčních kritérií, jak nominálních tak reálných, či u kapitoly věnované Paktu stability a růstu. K detailnějšímu poznání konvergenčních kritérií na základě jejich plnění v jednotlivých letech byla využita analytická metoda. Při vyvozování závěrů z rozboru pomocí analýzy byla následně použita syntetická metoda. Tu lze spatřit i u kapitoly zabývající se krizí eurozóny při vyvozování možných následků z aktuálních problémů postižených států.

2. Maastrichtská konvergenční kritéria

Maastrichtská konvergenční kritéria jsou podmínky pro zavedení eura členskými zeměmi Evropské unie, které stanovil Článek 140 Smlouvy o fungování Evropské unie¹, přijata v prosinci 1991 v Maastrichtu, podrobněji ho pak charakterizují protokoly k této smlouvě (Protokol o konvergenčních kritériích a Protokol o postupu při nadměrné schodku).² Jde o ekonomické ukazatele, jejichž cílem je zajistit hospodářský vývoj v rámci hospodářské měnové unie (HMU). Konvergenční kritéria můžeme rozdělit na měnová kritéria, kterými jsou dosažení vysokého stupně cenové stability, stabilita měnového kurzu a stálá konvergence úrokových sazeb, a fiskální, kam se řadí dlouhodobá udržitelnost veřejných financí, skládající se z rozpočtového kritéria a kritéria zadluženosti. Nutné je i splnění podmínky sloučení statutu národní centrální banky se statuty Evropské národní banky a Evropského systému centrálních bank.

Jedná se o nástroj Evropské unie, který byl stanoven k zajištění minimálních požadavků, po jejichž splnění by se státy měly nacházet na podobné výchozí úrovni k bezproblémovému přijetí jednotné evropské měny, a k zabránění případných potíží s neodpovídající silou původní měny členského státu a nově přijímané měny eurozóny.

Konvergenční kritéria jsou velice důležitá, neboť ekonomika země musí být v souladu s ekonomikami eurozóny. Jejich dodržování umožňuje eurozóně prosperovat bez rizika problémů a zajišťovat dlouhodobou stabilitu a trvale udržitelný růst jak v rámci eurozóny jako celku, tak dané země.³ Právě inflační a fiskální kritéria zajišťují ochranu před inflačními tlaky. Zbývající kritéria (měnové a úrokové) byla přijata ve prospěch celkové stability jednotné měny.

V rámci České republiky je plnění těchto kritérií monitorováno a pravidelně vyhodnocováno zpravidla jednou ročně Českou národní bankou ve spolupráci s Ministerstvem financí, a následně jsou na základě vytvořených analýz vyvozeny závěry a různá doporučení.

¹ Lisabonská smlouva přejmenovala Smlouvu o Evropském společenství z roku 1957 na Smlouvu o fungování Evropské unie.

² Zavedení eura. *Podmínky pro přijetí eura* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/euro_podmin_prijeti.html>.

³ Evropská komise. *Hospodářské a finanční věci – otázky a odpovědi* [online]. [Cit. 2011-12-26]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/questions_cs.htm#>.

2.1. Cenová stabilita

Prvním konvergenčním kritériem je kritérium cenové stability, kde je od členského státu vyžadována:

„Dlouhodobě udržitelná cenová stabilita a průměrná míra inflace měřená v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením, jež nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků⁴. Inflace se měří pomocí indexu spotřebitelských cen na srovnatelném základě s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech.“⁵

Česká národní banka stanovila pro Českou republiku nový inflační cíl, v kterém inflace dosahuje 2 %. ČNB se bude snažit udržovat skutečnou míru inflace tak, aby se nelišila od cíle o víc než jeden procentní bod na obě strany. Tento cíl je platný od roku 2010 až do přistoupení k eurozóně.

Míra inflace se určí na základě zvýšení posledního průměru harmonizovaného indexu spotřebitelských cen za předešlých 12 měsíců oproti předcházejícímu dvanáctiměsíčnímu průměru. Ke stanovení referenční hodnoty tohoto kritéria jsou využívány nejnižší míry inflace u třech členských států za použití neváženého aritmetického průměru.

Evropský statistický úřad (EUROSTAT) vyměřuje míru inflace pomocí tzv. harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) v průměru za předcházejících 12 měsíců, který zajišťuje mezinárodní srovnatelnost cenového vývoje zemí EU, aby v konečném výpočtu indexu spotřebitelských cen byly vyloučeny rozdíly definic jednotlivých států. Pro jeho výpočet je sestaven „koš“ zboží a služeb obsahující ceny běžně kupovaných produktů a služeb (např. potraviny, oblečení, nájemné) či méně běžných nákupů (např. pojistné a opravy) rozdělených do 12 skupin. Každé této skupině je v koši zboží a služeb přiřazena jiná váha. Mezi skupiny s největším podílem váhy v daném koši patří potraviny a nealkoholické nápoje (15,6 %), bydlení, voda, elektřina, plyn a další paliva (15,6 %) a doprava (15,1 %). Daný koš obsahuje přibližně 700 vybraných položek

⁴ Jako nejlepší výsledek je myšlena nejnižší kladná inflace.

⁵ Evropská centrální banka. *Protokol o kritériích konvergence* [online]. [Cit. 2011-11-28]. 2008 (Revize 1). Článek 1. Dostupné z:

<http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/cs_protocol_13_from_c_11520080509cs02010328.pdf>.

zboží a služeb, jejichž počet se v jednotlivých zemích různí.⁶ V rámci HICP se spotřební koše i váhy přiřazené jednotlivým položkám mohou lišit z důvodu rozdílnosti jednotlivých evropských zemí. Každý rok je tento koš obměňován spolu s měnicími se preferencemi spotřebitelů.

Pro správné působení měnové politiky by se míry inflace vybraných států od sebe neměly výrazně lišit, zejména vykazovat mimořádné hodnoty (např. míra inflace je mnohem nižší než u ostatních zemí).⁷ Pokud by existovaly výrazné rozdíly mezi inflacemi států, tedy místo zajištění konvergence inflace u všech států by se projevovala spíše divergence, stala by se společná měnová politika v dlouhodobém horizontu nevyhovující pro veškeré členy.

Kritérium je velmi důležité pro vznik a fungování měnové unie. Je nutné, aby do ní vstupovaly pouze ekonomiky, které nemají výrazné rozdíly v mírách inflace, protože později není možné řešit případné dopady vzniklé vyšší inflací pomocí směnného kurzu, jelikož ten se stává po vstupu do eurozóny fixním. Vyšší míra inflace v jedné zemi oproti ostatním zemím způsobí zdražení vývozu a propad konkurenceschopnosti, což směřuje k devalvaci domácí měny.⁸

Splnění cenové stability se řadí mezi nejvíce a nejpřísněji sledovaná kritéria nutná pro vstup země do třetí etapy HMU a přijetí jednotné měny. Důkazem, že pro EU je inflační kritérium zásadní, je například zamítnutí vstupu Litvy do eurozóny v roce 2006 pro jeho nesplnění. V té době plnila všechna konvergenční kritéria kromě cenového, kde překročila o jednu desetinu stanovenou referenční hranici 2,6 %. Kdyby ovšem byla hranice stanovena podle dřívějšího návrhu Mezinárodního měnového fondu, Litva by kritérium nepřekročila. MMF byl názoru, že takto nastavený limit inflačního kritéria (vymezen na základě nejlepších výsledků zemí, zpravidla nejnižší kladná hodnota), bude obtížné plnit. Proto by měla být průměrná míra inflace počítána u zemí, jejichž hodnoty se nacházejí co nejbližší inflačnímu cíli Evropské centrální banky, tedy 2 %, nikoli u zemí s nejnižší

⁶ Evropská komise. *Měření inflace v EU* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/measuring_cs.htm> .

⁷ ECB. *Kritéria konvergence* [online]. [Cit. 2011-12-22]. Dostupné z: <<http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.cs.html>> .

⁸ CIHELKOVÁ, E., KUNEŠOVÁ, H., *Světová ekonomika. Nové jevy a perspektivy*, s. 203.

inflací. A to z důvodu, že příliš nízká inflace je pro měnovou politiku stejně nežádoucí jako příliš vysoká a měla by se jí spíše vyhýbat.⁹

2.2. Veřejné finance

V rámci udržitelnosti veřejných financí jsou zahrnuta dvě tzv. fiskální kritéria, kterými jsou kritérium vládního deficitu a kritérium vládního dluhu. Mezi těmito dvěma požadavky existuje úzký vztah, poněvadž právě záporná salda veřejných rozpočtů nejvíce navyšují vládní dluh.

Smlouva o EU předepisuje všem členským státům unie vyvarovat se nadměrným deficitům neboli schodkům veřejných financí. Pro splnění této podmínky je nutné, aby poměr plánovaného nebo skutečného deficitu veřejných financí k HDP nepřekročil 3 % a zároveň veřejný dluh v poměru k HDP nepřekročil 60 %.¹⁰ V opačném případě, tedy při překročení stanovených referenčních hodnot, se na danou zemi vztahuje rozhodnutí o nadměrném schodku a jsou zahájena nápravná řešení, jejichž postup je uveden ve Smlouvě o EU a upřesněn v předpisech o Paktu a stabilitě růstu. Postup o nadměrném schodku, navržený Radou EU, zahrnuje opatření k jeho odstranění a možné sankce za nepřijetí tohoto nařízení ke zlepšení situace.

Ke splnění tohoto kritéria je nezbytné dodržet obě stanovené podmínky zároveň, tzn. jak kritérium vládního deficitu i vládního dluhu, tudíž nevykazovat nadměrný schodek. Neméně důležité je i udržení dlouhodobého stabilního stavu těchto kritérií. Je tedy nutné jejich dodržování v době přechodu na jednotnou měnu, ale také i v dlouhodobém horizontu (s několikaletým odstupem). Dlouhodobý stabilní stav je ukazatelem jak zdravého vývoje ekonomiky země, tak prosperity občanů.

2.2.1. Kritérium vládního deficitu

Kritérium vládního deficitu tedy stanovuje, že „*poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu v tržních cenách nepřekročí 3 %, kromě případů, kdy buď poměr podstatně klesl, nebo se neustále snižoval, až dosáhl*

⁹ HELÍSEK, M. a kol., *Euro v ČR z pohledu ekonomů*, s. 73.

¹⁰ HELÍSEK, M. a kol., *Euro v ČR z pohledu ekonomů*, s. 72.

*úrovně, která se blíží referenční hodnotě, anebo překročení nad referenční hodnotu bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstává blízko k referenční hodnotě*¹¹.

Veřejný deficit neboli schodek je výsledkem hospodaření všech jednotek v sektoru vládních institucí, vznikající když utratí v kalendářním roce více peněz, než byly schopny získat od institucionálních jednotek. V případě, že výdaje jsou nižší než příjmy, jedná se o přebytek.

Toto kritérium má za úkol zajistit, že fiskální politika bude mít dostatek financí pro stabilizaci ekonomiky, pokud by nastala situace, kdy měnová politika nebude odpovídat požadavkům dané země (v případě, že nastane asymetrický šok¹² atd.). Právě rozpočty budou hrát hlavní roli v případě negativního asymetrického šoku. Z tohoto důvodu musí být dostatečně zdravé, aby byly schopny podpořit poptávku. Je tedy nutné, aby země nejen splňovala fiskální kritéria, ale také vytvořila dostatečný prostor pro stabilizaci fiskální ekonomiky.

2.2.2. Kritérium vládního dluhu

Druhá část kritéria udržitelnosti veřejných financí, kritérium veřejného zadlužení, stanovuje, aby *„poměr veřejného dluhu v tržních cenách k hrubému domácímu produktu nepřekročil 60 %, kromě případů, kdy se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k referenční hodnotě*¹³.

Vládní dluh vzniká kumulací schodků veřejných financí, jedná se tedy o úhrn dluhů odvětví státního sektoru (přijaté vklady, vydané úvěrové cenné papíry, přijaté půjčky) k určitému datu, zejména ke konci kalendářního roku.

V zemích EU je výše vládního dluhu a deficitu vyjádřena na základě metodiky ESA 95 (Evropský systém účtů) vytvořenou Eurostatem (Evropský statistický úřad), která je na rozdíl od metodiky Mezinárodního měnového fondu GFS 1986 (Vládní finanční statistiky),

¹¹ ČNB. *Kritéria konvergence* [online]. [cit. 2012-01-06]. Dostupné z:

<http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>.

¹² Asymetrickým šokem se rozumí prudká změna na straně nabídky nebo poptávky, která se projevuje mnohem více v jedné zemi, než v ostatních členských zemích.

¹³ ČNB. *Kritéria konvergence* [online]. [cit 2012-01-06]. Dostupné z:

<http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>.

používané v rozpočtových dokumentech a při fiskálních predikcích, relevantní pro výpočet těchto fiskálních konvergenčních kritérií.

Evropský systém účtů ESA 95 je využíván k porovnání národních účtů a souhrnných ukazatelů mezi členskými státy EU na základě jednotlivých výsledků hospodaření všech institucionálních jednotek zatříděných v sektoru vládních institucí členské země.

Jeho výpočet je prováděn na aktuálním principu. Záleží tedy, v jakém okamžiku vzniká skutečná ekonomická ztráta nebo zisk, závazek či pohledávka. Oproti GFS 1986 nepracuje s peněžními toky. Za dodržování metodiky je v České republice zodpovědný Český statistický úřad, který zpracovaná data publikuje v dokumentu Roční národní účty a v Notifikačních tabulkách, a následně předkládá Eurostatu.¹⁴

Metodika ESA 95 bude od roku 2014 nahrazena revidovanou a zdokonalenou metodikou ESA 2010 přizpůsobenou novým podmínkám hospodářského prostředí, novým poznatkům v metodickém výzkumu a potřebám uživatelů.¹⁵

V době, kdy bude Česká republika zapojena do kurzového mechanismu ERM II, by pro udržení cenové stability pod hranicí průměru tří zemí EU s nejnižší kladnou inflací neměla provádět žádné proinflační úpravy nepřímých daní, které by pouze nepříznivě posunuly inflaci a znesnadnily by tak dlouhodobé plnění kritéria.¹⁶

2.3. Kurzová stabilita

Měnové kritérium kurzové stability ukládá členskému státu EU požadavek, aby „alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením dodržoval fluktuální rozpětí stanovené mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, aniž by byl směnný kurz

¹⁴ Česká národní banka. *Statistika čtvrtletních finančních účtů – metodika* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/stat_fin_uctu/download/QFA_metodika_cz.pdf>.

¹⁵ Evropská komise. *Nářízení evropského parlamentu a rady o Evropském systému národních a regionálních účtů v Evropské unii* [online]. [Cit. 2012-01-12]. Dostupné z: <<http://register.consilium.europa.eu/pdf/cs/11/st05/st05053.cs11.pdf>>.

¹⁶ MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2006* [online]. Vyd. 2006-12-22. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

*vystaven silným tlakům. Zejména by pak nesměl členský stát v tomto období z vlastního podnětu devalvovat dvoustranný střední kurz své měny vůči euru*¹⁷.

Toto kritérium tedy vyžaduje zapojení měny do ERM II a udržení kurzové stability tzn., že se musí v rámci kurzového mechanismu pohybovat v užším rozpětí, než je stanovené flukтуаční pásmo $\pm 15\%$. Kurzová stabilita a ERM II spolu úzce souvisí, avšak může se také stát, že členská země se nachází v mechanismu, ale přitom neplní kritérium kurzové stability či se k němu ani neblíží.

Plněním tohoto konvergenčního kritéria má být zaručena pokud možno rovnovážná úroveň uvažovaného kurzu pro trvalé zafixování ve flukтуаčním pásmu, jinak by mohlo dojít k podporování inflace či deflace v závislosti na síle vstupního kurzu do měnového systému.

Mechanismus směnných kurzů neboli ERM II¹⁸ (Exchange Rate Mechanism II) je mechanismus, který má za úkol omezovat kolísání měn k euru a to tak, že fixuje zúčastněné měny na euro¹⁹ v rámci tzv. flukтуаčního pásma, jenž umožňuje účastnickým zemím drobné odchylky od pevného kurzu. Flukтуаční pásmo je vymezený prostor pro pohyb kurzu domácí měny, který se v ERM II pohybuje v intervalu 15 % pod centrální paritu²⁰ a 15 % nad ní. Měnu v tomto rozraní, z kterého by se neměla vychýlit, udržuje Národní centrální banka pomocí takzvaných intervencí (např. jejím odkupem či prodejem). Pokud by tedy Česká republika vstupovala nyní od ERM II s kurzem 25,190 Kč²¹ za euro, musela by ČNB udržovat kurz v rozmezí 21,4415 Kč a 28,9685 Kč za euro. Ovšem hranice 15 % není pevně stanovena, účastníci ERM II si mohou vymežit pásmo užší (například Dánsko zúžilo flukтуаční rozpětí na $\pm 2.5\%$ z důvodu zachování co nejužší vazby na euro a udržení kurzové stability).

¹⁷ Evropská centrální banka. *Protokol o kritériích konvergence* [online]. [Cit. 2011-11-28]. 2008 (Revize 1). Článek 3. Dostupné z:

<http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/cs_protocol_13_from_c_11520080509cs02010328.pdf>.

¹⁸ ERM II představuje nástupnický režim kurzového uspořádání ERM, který představoval hlavní pilíř Evropského měnového systému. V ERM byla základní šířka flukтуаčního pásma stanovena na $\pm 2,25\%$, později bylo toto rozpětí rozšířeno na $\pm 15\%$ vlivem měnových turbulencí v 90. letech (období krize). ERM II byl nahrazen ERM k 1. 1. 1999, současně s vznikem eurozóny.

¹⁹ Z důvodu fixování měn zúčastněných zemí na euro je ERM II nazýváno také bilaterální systém. Předchozí systém ERM propojoval jednotlivé měny pomocí principu mřížky, proto multilaterální.

²⁰ Centrální parita stanovuje střed, od kterého se v rámci pobytu v ERM II může měna odchýlit maximálně o 15 % na jednu či druhou stranu.

²¹ ČNB. Aktuální kurz devizového trhu dle České národní banky k 15. 2. 2012 [online]. [Cit. 2012-02-15]. Dostupné z: <www.cnb.cz>.

Pomocí centrální parity je také možno sledovat, zda země plní kritérium kurzové stability. Při vyhodnocování plnění je kladen důraz na to, aby se měnový kurz vzhledem k euru blížil právě centrální paritě. V úvahu se berou i další faktory, které mohou vést k apreciaci²² měnového kurzu, jako například krátkodobé úrokové diferenciály vůči eurozóně nebo vliv devizových intervencí.

Mechanismus směnných kurzů byl vytvořen především pro předcházení rizik nestability jednotného trhu a společné měny, ale také jako prostředek pro posílení konvergence mezi státy uvnitř a mimo eurozónu. Vstup do ERM II závisí na rozhodnutí jednotlivých států Evropské unie. Účast v něm je sice dobrovolná, ale pro přijetí do Hospodářské a měnové unie (HMU), a tím získání jednotné měny, nevyhnutelná. Mechanismus je založen na vzájemných dohodách mezi Evropskou centrální bankou (ECB) a národními centrálními bankami.

České republice je do budoucna doporučováno nepřekračovat délku pobytu v systému ERM II více než je stanovené minimální období dvou let. Do mechanismu by se členská země měla zapojit v okamžiku, kdy dosáhla vysoké míry ekonomické sladění a také předpokladů pro to, aby po ukončení dvouletého setrvání v mechanismu mohla v krátkém čase přijmout společnou měnu euro²³. O vstupu do tohoto systému v ČR rozhoduje vláda na základě doporučení České národní banky (ve spolupráci s Evropskou centrální bankou) a ministerstva financí.

2.4. Konvergence úrokových sazeb

Poslední konvergenční kritérium si stanovuje za cíl, aby „*v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2 procentní body úrokovou sazbu nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků*“.²⁴

²² Zhodnocení měnového kurzu vůči zahraničním měnám, zde vzhledem k euru.

²³ ČNB. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium* [online]. [Cit. 2012-02-15]. 2003. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategie_dokumenty/download/ermII_15_07_2003.pdf>.

²⁴ Evropská centrální banka. *Protokol o kritériích konvergence* [online]. [Cit. 2012-02-15]. 2008 (Revize 1). Článek 4. Dostupné z: <http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/cs_protocol_13_from_c_11520080509cs02010328.pdf>.

Průměrná dlouhodobá úroková sazba se vypočítá pomocí aritmetického průměru za období posledních 12 měsíců z údajů dostupných z HICP. Takto vypočítaná úroková míra země navýšená o 2 procentní body je dále porovnávána s aritmetickým průměrem dlouhodobých úrokových sazeb třech členských států, které měly nejnižší míru inflace a na jejichž základně byla tedy určena referenční hodnota pro kritérium cenové stability.

Úrokové sazby jsou zjišťovány z dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů. Dlouhodobé státní dluhopisy mají dobu splatnosti nejméně 10 let a jsou vydávány státem. V případě České republiky je jejich emitentem Ministerstvo financí ČR.

Cena dluhopisů pro prodej nebo nákup je závislá právě na změnách úrokových sazeb. Proto kritérium snižuje rozdíly v dlouhodobých úrokových mírách, které by jinak směřovaly k „riziku přesunu velkých objemů kapitálu a z něho vyplývajících zisků a ztrát při přechodu k měnové unii“²⁵.

²⁵ SYCHRA, Z., *Jednotná evropská měna: Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 93.

3. Reálná konvergence

Výše zmíněná konvergenční kritéria se také nazývají nominální, jelikož je kladen veliký důraz právě na plnění hodnot vybraných nominálních veličin. Vedle této nominální konvergence, by měla členská země splňovat i kritéria konvergence reálné a tím se co nejvíce sladit se státy v HMU.

Reálnou konvergencí se rozumí především dohánění reálné výkonnosti kandidátských států se zaostalejšími ekonomikami na úroveň těch vyspělých (hlavně původní členové EU) a tím snižování rozdílů mezi nimi. Hlavním úkolem však je posouzení ekonomické sladění členské země s eurozónou. Dosažení určitého stupně reálné konvergence není, oproti nominálním konvergenčním kritériím, nutné k přijetí společné měny, i přes to je plnění významné.

Vzájemná podobnost je velice důležitá, jelikož zavedením jednotné měny ztrácí země svoji samostatnou měnovou a kurzovou politiku a nemůže tak reagovat na vnější nebo vnitřní nerovnováhy v ekonomice. Všechny tyto povinnosti přebírá Evropská centrální banka, jež řeší hospodářskou úroveň eurozóny jako jeden celek, a to může zemi, která se nachází v jiném hospodářském cyklu než je průměr eurozóny, přinášet náklady. Proto by hospodářský vývoj nového člena eurozóny měl být podobný s hospodářským vývojem měnové unie. Je podstatné, aby země vykazovala co nejvyšší míru ekonomické sladění, což ji přinese více výhod než rizik z přijetí eura. Mezi přínosy lze zařadit například schopnost výrobců čelit zvýšené zahraniční konkurenci či absorbovat ekonomické šoky a snížení jejich výskytu.

Kritérium vychází z teorie optimální měnové oblasti²⁶ a zdůrazňuje především pružnost pracovního trhu, mobilitu pracovní síly, integritu trhu či flexibilitu mezd, což jsou důležité požadavky pro úspěšnou měnovou unii. Je tedy nutné, aby existoval volný pohyb pracovní síly mezi jednotlivými členy a přitom byla zachována její vysoká mobilita. Integrita trhu by se měla nacházet na vysokém stupni, aby bylo možné změny nákladů a cen vyrovnat pomocí volného pohybu kapitálu. Podstatná ovšem je i pružnost cen a mezd, jež významně tlumí šoky z vnějšího prostředí.

²⁶ S touto teorií přišel v šedesátých letech kanadský ekonom Robert Mundell. Byl mimo jiné i za ni oceněn Nobelovou cenou.

Reálná sladěnost je vyjadřována zejména:

- „sblížením ekonomické úrovně (HDP/1 obyv.), což přispívá ke sladěnosti hospodářských cyklů,
- sblížením cenových hladin, jež zmírňuje cenový šok v okamžiku přijetí eura,
- sladěností hospodářských cyklů, zejména pomocí sladěnosti průmyslové aktivity a exportu.“²⁷

Obvykle se měří pomocí ukazatele HDP na obyvatele přepočteného podle parity kupní síly a průměrné cenové hladiny HDP.

Vyhodnocení vzájemné podobnosti hospodářského vývoje České republiky s eurozónou je vyjádřeno ve zprávách Ministerstva financí ČR a ČNB, a to Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR a Analýza stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou.

²⁷ HELÍSEK, M. a kol., *Euro v ČR z pohledu ekonomů*, s. 34-36.

4. Pakt stability a růstu

Pakt stability a růstu²⁸ (Stability and Growth Pact – SGP) se snaží, aby státy Evropské unie uplatňovaly zdravou rozpočtovou politiku hned od vstupu do třetí fáze hospodářské a měnové unie, což je důležitý požadavek pro její fungování, posílení podmínek cenové stability či silný udržitelný růst. Hlavním úkolem Paktu je zajistit dodržování rozpočtové disciplíny státy, a tím se vyvarovat nadměrným schodkům, a to v rámci rozpočtového deficitu a dluhu veřejných financí. V opačném případě hrozí členskému státu sankce nebo pokuty.

Pomocí Paktu stability a růstu je posílena účinnost Maastrichtské smlouvy v oblasti rozpočtové disciplíny. Pakt smlouvu posiluje o tzv. fiskální stabilitu, která na rozdíl od konvergenčního limitu 3 % HDP pro schodek a 60 % HDP pro vládní dluh, požaduje navíc i střednědobé vyrovnané rozpočty. Realizování těchto konvergenčních fiskálních kritérií je u států eurozóny vyžadováno ještě více, jelikož právě jejich dodržování do jisté míry nahrazuje společnou fiskální politiku. Nedodržování těchto kritérií může ohrozit měnovou stabilitu, důvěryhodnost eura a je zde možnost zvýšení rizika inflace. To může poškodit nejen některé členy, ale i celou eurozónu.

Členské státy eurozóny jsou povinny usilovat o dosažení přebytkových nebo alespoň vyrovnaných rozpočtů ve střednědobém horizontu, což jim poskytne dostatek prostoru pro vyřešení cyklických poklesů prostřednictvím rozpočtového schodku. Z hlediska krátkodobého horizontu je nutné, aby splňovali stejné limity, jako je tomu u konvergenčních fiskálních kritérií, tedy nepřesáhnout 3 % hranici pro podíl vládního deficitu na HDP a podíl veřejného dluhu na HDP musí být nižší než 60 %.

Pakt můžeme z hlediska plnění rozdělit na dvě části, tedy část preventivní a odrazující. V rámci preventivní části členské státy předkládají roční programy stability (státy mimo eurozónu předkládají konvergenční programy), kde prezentují ve střednědobém výhledu, jak chtějí dosáhnout fiskální kázně. Pro zabránění vzniku nadměrných schodků může Rada EU vydat předběžné varování k jeho nápravě, nebo politická doporučení dodržovat povinnosti stanovené v Paktu o stabilitě a růstu. V případě překročení hranic referenčních

²⁸ Oficiální méně užívaný název je Pakt o stabilitě a růstu. Je založen na člancích 99 a 104 Smlouvy o ES a obsahuje soubor nařízení Rady.

hodnot je nutné zahájit adekvátní nápravná opatření vedoucí k ročnímu zlepšení porušeného fiskálního kritéria o doporučenou hodnotu 0,5 % HDP ročně. Přestože považujeme tyto kritéria za rovnocenná, za nedodržení 60 % hranice vládního dluhu, na rozdíl od překročení schodku, dříve nebyly uvaleny žádné postihy.

Postup při nadměrném schodku je upraven v odrazující části, která má zejména sankční funkci. Nápravná řízení vůči proviněnému státu jsou zahájena v případě schodku vyššího, než je referenční hodnota 3% HDP a vládního dluhu překračující 60 % HDP. Nejdříve Rada vydá doporučení k odstranění nadměrného schodku či dluhu k určitému datu. Při nesplnění, tedy v případě, že stát neprováděl navrhovaná opatření, je situace dále řešena i s případnými sankcemi, které je ale možné uplatnit pouze u členů, kteří již společnou měnu přijali.²⁹ Existují i výjimečné situace, které nejsou řešeny jako nadměrný schodek, kdy například *„překročení bylo pouze dočasné a blízko doporučované hodnotě, vzniklo neobvyklou událostí, kterou dotyčný stát nemůže ovlivnit, anebo vznikne v důsledku prudkého hospodářského propadu“*³⁰.

4.1. Sankční mechanismus jako prevence

Pravidla paktu platí pro všechny členy EU. Výjimkou jsou právě sankční ustanovení, která mohou být použita pouze na členy eurozóny. Důvod, proč tomu tak je, je velice prostý. Pro státy, které chtějí přijmout společnou měnu, funguje jako vysoce účinná sankce samotný fakt, že členský stát při nedodržování podmínek nevstoupí do HMU³¹, a tím nemůže přijmout společnou měnu. Po vstupu se situace mění, konvergenční kritéria se již nedají považovat za určité sankční mechanismy, a je nutné trestat za nedodržování fiskální disciplíny finančními sankcemi. Hlavním smyslem sankcí však není jejich aplikace, nýbrž jejich odstrašující potenciál, působící za účelem dosažení nápravy a vůbec nevytvoření nadměrného schodku. Pokud nedojde ani po dvou letech k nápravě, člen dostává nevratnou pokutu ve výši 0,2 % HDP, která se rozdělí mezi státy HMU bez nadměrného schodku.³²

²⁹ Evropská komise. *Pakt o stabilitě a růstu* [online]. [cit. 2012-02-21]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_cs.htm>.

³⁰ SYCHRA Z., *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 193.

³¹ SYCHRA Z., *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 180.

³² SYCHRA Z., *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 196.

4.2. Dodržování pravidel

Jelikož šlo převážně o určitá nařízení a po uplynulých lhůtách nenásledoval žádný trest, byla omezena odstrašující povaha Paktu. Jedním z důvodů porušování stanovených pravidel je i fakt, že pro členy eurozóny nepředstavoval Pakt žádnou motivaci k jeho plnění. Proto jsou státy čím dál méně ochotné ho dodržovat.

Jako prvním státem, na který byla uvalena hrozba sankce, bylo Portugalsko, a na delší dobu i posledním. Následovalo ho Německo a Francie, tedy státy, které stály u zrodu Paktu stability a růstu a vyjednali podmínky pro jeho vznik. V případě Německa je navíc pozoruhodné, že se stalo druhým postiženým státem, přestože na vytvoření těchto pravidel trvalo. Avšak u těchto tahounů Evropské unie, ačkoli několik po sobě jdoucích let porušovali podmínky Paktu a nepodnikli náležitá opatření k odstranění nadměrného schodku, nikdy nedošlo k vymezení sankcí. To vyústilo v řadu soudních sporů mezi Radou EU a Evropskou komisí, jelikož Rada odsouhlasila pozastavení celé procedury nadměrného schodku, i když Německo i Francie s nadměrným deficitem stále hospodařili, a tím porušila pravidla Smlouvy o ES. Suspendování procedury bylo schváleno především státy, proti kterým byl pakt původně namířen, a mohli se v obdobné situaci také ocitnout.³³

V důsledku odkladu řešení situace Německa a Francie bylo blokováno další využívání pravidel paktu. Bylo nepředstavitelné, že by Rada požadovala důsledné plnění stanovených podmínek od ostatních států, zatímco by pro proviněné členy platil časový odklad.

4.3. Reformy

Vzhledem k událostem ohledně Paktu bylo jasné, že bylo nutné provést jeho reformu (ta byla schválena v roce 2005). Příčinou bylo především opětovné neplnění ze strany Německa a Francie. Nová pravidla byla poněkud volnější, zejména v období hospodářského poklesu či velmi pomalého ekonomického růstu.

Vlivem světové finanční a ekonomické krize, zvláště v souvislosti s dluhovou krizí v Řecku, bylo zjištěno několik slabin při udržování a vymáhání fiskální disciplíny v zemích Evropské unie. Pakt o stabilitě a růstu nebyl dostatečně účinný, aby přiměl státy

³³ SYCHRA Z., *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 197-202.

k vytváření rezerv na „horší časy“ a tím došlo k výraznému zhoršení stavu veřejných financí. Z tohoto důvodu se Evropská komise rozhodla o posílení paktu v další reformě, a to zejména:

- „zdokonalit jeho jednotlivá ustanovení s ohledem na zkušenosti z krize
- vybavit jej účinnějšími nástroji pro vymáhání fiskální disciplíny
- dosáhnout vyššího propojení s tvorbou národních fiskálních politik³⁴.

Tyto legislativní návrhy jsou součástí tzv. Strategie Evropa 2020, která má do budoucna zajistit vyšší koordinaci národních hospodářských politik EU.

Česká republika je v současné době v důsledku neplnění kritéria udržitelnosti veřejných financí „podrobena Proceduře při nadměrném schodku. Tato procedura byla v prosinci 2009 vůči ČR opětovně zahájena na základě očekávaného překročení referenční hranice pro vládní deficit v roce 2009 a nadále pokračuje vzhledem k překročení této hranice pro vládní deficity v letech 2010 a 2011“³⁵. Na základě doporučení Rady ministrů financí a hospodářství (ECOFIN) aplikuje Česká republika určitá opatření (výdajová i příjmová), aby do roku 2013 snížila vládní schodek pod 3 % HDP.

Podle předběžných výsledků by v roce 2012 měla výše schodku být stále nad stanovenou tříprocentní hranicí, přibližně 3,5 % HDP. Avšak podle prohlášení vlády, v roce 2013 hranice nebude překročena. Deficit by neměl překročit hodnotu 2,9 % HDP. V následujících letech by měl mít deficit stále klesající charakter. Cílem pro rok 2014 je hodnota 1,9 % HDP, pro rok 2016 je plánovaná výše podílu deficitu na HDP 1 %. Vývoj ovšem závisí na vývoji ekonomiky české i zahraniční, ale také na vládních reformách. V projednávání jsou především reformy střednědobého a dlouhodobého charakteru, věnované zejména budoucímu problému stárnutí obyvatelstva, a s tím související navýšení výdajů a snížení příjmů. Jde především o důchodovou reformu a reformu zdravotnictví.³⁶

³⁴ Zavedení eura v České republice. *Návrhy Evropské komise k posílení Paktu o stabilitě a růstu* [online]. Edit. 2010-10-26. [cit. 2012-02-21]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/index_1618.html>.

³⁵ MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou* [online]. Vyd. 2011-12-14. [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_strategie_pristoupeni_44384.html>.

³⁶ MF ČR. *Konvergenční program ČR. Záměry a cíle hospodářské politiky* [online]. Vyd. 2011-05-05. [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konvergenčni-program-CR_2011-04_cast-1_pdf.pdf>.

5. Krize eurozóny

Krize eurozóny je bezpochyby to nejhorší co Evropskou unií za jejího fungování postihlo. Pro komplexnější pochopení jejího vzniku a důsledků je ale nutné propojit tuto krizi s dopady globální krize započaté v roce 2007 na hypotečním trhu ve Spojených státech amerických.

Průběh globální krize lze vyznačit třemi hlavními fázemi. První fází je finanční krize, která vznikla nedostatkem důvěry na finančních trzích v roce 2007. To způsobilo i zhoršení tržní situace a ovlivnění reálných ekonomik, což přelilo krizi do druhé fáze – ekonomické. Tím jak ostatní státy postupně intervenovaly a zachraňovaly problémové subjekty (například záchranné balíky pro banky) se dostávaly do čím dál větších dluhů. Enormním zadlužením států vypukla třetí fáze, a to dluhová krize, a v této fázi se nachází současná situace v eurozóně.

5.1. Finanční krize

První fáze této krize je ve své podstatě krizí hypoteční. Na jejím počátku byla rostoucí spotřeba domácností při stagnujících příjmech a následné narůstající dluhové zatížení rodin, a s tím související zvyšující se dluh na bydlení (neschopností včas uhradit splátky hypoték) a na kreditních kartách. V USA se v období před prasknutím hypoteční bubliny (v letech 2000 – 2005) zvýšila míra hypotečního zadlužení domácností o 75 %, vlivem refinancování a získávání stále vyšších hypoték a z nich čerpání peněz na nejrůznější účely, ve snaze uhradit své spotřebitelské výdaje a dluhy.³⁷ Jedním z hlavních důvodů tedy bylo poskytování hypotečních úvěrů méně bonitním klientům, kteří nebyli schopni své závazky vůči bankám uhradit.

Hypoteční úvěry jako takové nejsou obchodovatelným aktivem, ale i tak si ne vždy banky nechávají poskytnuté úvěry, místo toho je prodají jiným institucím, které tyto úvěry shromáždí spolu s kvalitnějšími úvěry do tzv. balíčků a následně prodají investorům. Na americkém finančním trhu se před rokem 2007 objevil tento nový instrument v podobě balíků aktiv tzv. CDO (Collateralized debt obligation, kolateralizované úvěrové obligace),

³⁷ FOSTER, J. B., MAGDOFF, F., *Velká finanční krize: příčiny a následky*, s. 50.

který jejich prodej „umožňoval“, jelikož v něm byly jako podkladová aktiva mimo hypoték přimíchány i dluhopisy a jiné půjčky. CDO je cenným obchodovatelným papírem podložený aktivy (např. hypotékou na dům, pozemky), z nichž držiteli plynou výnosy. Odkup CDO se zdál na první pohled velice atraktivním, už jen z důvodu, že byl pojištěn proti riziku neschopnosti splácet a navíc měl i nejvyšší možný rating AAA, svědčící o jeho nízké rizikovosti (byl tedy dostatečně bezpečný k investování), plynoucí hlavně z vysoké diverzifikace podkladových aktiv³⁸.

5.2. Ekonomická krize

Problémem byl však předpoklad, že hodnota domů zatížených hypotékou stále poroste a za pomoci toho budou moci majitelé domů refinancovat své úvěry, neboli budou dostatečnou zárukou při případném osobním bankrotu. Nákup tedy není podložen reálnými příjmy, ale jenom pouhým předpokladem dalšího růstu cen daných aktiv. Díky štedré politice amerických bank mohl hypotéku dostat téměř každý občan, i když proto nebyl dostatečně solventní. Bohužel k navýšení hodnoty majetku nedošlo, ba naopak došlo k poklesu spolu s vzrůstem úrokových sazeb úvěrů.

Následné problémy se splácením se postupem času začaly projevovat u více klientů, čímž došlo k prasknutí hypoteční bubliny, a domy které následně připadly bance, byly prakticky bezcenné.³⁹ V souvislosti s uplynulými událostmi a vzniklými problémy s likviditou v mezibankovním sektoru zkolabovaly některé hedgeové fondy⁴⁰, zbankrotovala dokonce i americká investiční banka Lehman Brothers a další banky ve světě. Ekonomika USA se dostala do hospodářské recese.

Tyto jevy byly důvodem krize na finančních trzích nejenom ve Spojených státech, a to proto, že tyto slibné cenné papíry nakupovaly s vidinou vysokých výnosů i zahraniční banky (například islandské, britské, maďarské). České finanční instituce dopad finanční krize přímo nepocítily, už i z důvodu nízkého výskytu nákupů těchto „toxických“ hypoték.

³⁸ KLVAČOVÁ, E., *Světová ekonomická krize: příčiny, projevy, perspektivy*, s. 13.

³⁹ FOSTER, J. B., MAGDOFF, F., *Velká finanční krize: příčiny a následky*, s. 91-98.

⁴⁰ Alternativní investice k ochraně investičních portfolií, které vytváří návratnost na všech druzích trhu, čímž můžeme mluvit o tzv. absolutní návratnosti. Z hedgeových fondů je možné získat vyšší výnosy než z podílových fondů.

Ale i přesto byla česká ekonomika zasažena v rámci světového hospodářství, především poklesem zahraniční poptávky po českém zboží ze zemí postižených finanční krizí, což se odrazilo i na poklesu finančních prostředků ve výrobních podnicích.

Na pomoc bankám byly vydány záchranné balíky financované centrálními bankami z celého světa, které měly pomoci komerčním bankám zvýšit likviditu, a celkově zmírnit průběh a projevy krize. Původní finanční plán USA v hodnotě 700 miliard dolarů určen na odkup bezcenných aktiv krytých hypotékami se za spolupráce s Velkou Británií a G-7⁴¹ vyšplhal až na 2,25 bilionů dolarů na záchranu bank, finančních institucí i nefinančních podniků a zabránění kolapsu finančních trhů.⁴² Ke všemu docházelo za stálého pumpování peněz do ekonomiky centrálními bankami a neustále eskalujícím státnímu zadlužení.

Pro obnovení stability ve finančnictví a zvýšení jeho důvěryhodnosti bylo podniknuto mnoho úspěšných nicméně nákladných kroků, jejichž výše se vyšplhala k hodnotě několika bilionů dolarů. A právě tato chybějící likvidita, vzniklá při zachraňování mnoha bank před pádem, výrazně zatěžuje vládní rozpočty států po celém světě a prohlubuje jejich deficity. To následně vede k dalšímu zadlužování vlivem dalších půjček na trhu nutných k úhradě vzniklých nákladů, jak na ozdravné zásahy, tak na úhradu dosavadních dluhů.⁴³

K ekonomickému poklesu či zpomalení růstu došlo i v ostatních zemích eurozóny, zbytku Evropy, Rusku i Číně, tedy v zemích, jež jsou hlavními obchodními partnery USA.

5.3. Dluhová krize

V roce 2010 se začala projevovat krize dluhová, způsobená fiskální nedisciplinovaností států eurozóny před krizí a prasknutím realitní bubliny způsobené vysokými investicemi do nemovitostí díky nízkým úvěrům. Z důvodu celosvětové recese se dostala většina států do problémů s odbytem svých produktů kvůli snížené poptávce či padajících cen komodit, což spolu s poklesem zájmu o turismus bylo zejména pro státy jižní Evropy zásadní. Tyto státy se posléze dostaly do dluhové krize.

⁴¹ G7 neboli Group of Seven je mezinárodní skupina řešící finanční a hospodářské otázky v jednotlivých zemích. Skládá se ze sedmi hlavních nejvyspělejších a průmyslových zemí světa, jež jsou zastupovány jednotlivými ministry financí. Jedná se o Japonsko, USA, Británii, Kanadu, Německo, Itálii a Francii.

⁴² FOSTER, J. B., MAGDOFF, F., *Velká finanční krize: příčiny a následky*, s. 112-113.

⁴³ KISLINGEROVÁ, E., *Podnik v časech krize*, s. 38-39.

Toto období je spojené s velkým zadlužením, obzvláště ve vyspělých zemích, provázené vysokým růstem nezaměstnanosti. Zároveň státy podnikají důležité kroky proti prohlubujícímu se rozpočtovému deficitu a vytváří úsporná opatření. Dluhová krize přestavuje další nebezpečí pro evropský bankovní sektor. Na počátku roku 2012 dokonce byl snížen rating⁴⁴ několika evropským zemím agenturou Standard & Poor's, jelikož neudělali dostatek politických opatření pro zlepšení současných dluhových problémů v EU. Pokles o jeden stupeň zaznamenaly Slovensko, Malta a Slovinsko. Itálii, Kypru, Portugalsku a Španělsku byl rating snížen dokonce o dva stupně. Rakousko spolu s Francií ztratili nejvyšší rating AAA. Tím, že Francii byl rating snížen, se dostává Německo, které spolu s Francií rozhodovalo o osudu eurozóny v krizi, do popředí⁴⁵, jelikož je jedinou velkou členskou zemí s nejvyšším ratingem. Snížení hodnocení se projeví ve financování země, jelikož bude muset za své půjčky platit více. To zejména pro státy PIIGS znamená vyšší výdaje a tedy i vyšší zadlužení.

Snížení ratingu v zemích eurozóny má dopad i na Českou republiku, i přes to, že stále ještě nemá jednotnou měnu euro. Jeho zhoršení má vliv na kurz koruny, která začala oslabovat. Krize ovšem nepůsobí jen na naši měnu, její prohlubování by ovlivnilo výnosy českých dluhopisů, které by samozřejmě vzrostly, což by přineslo pro Českou republiku zdražení půjček na finančních trzích.⁴⁶

Od roku 2010 je již vidět zlepšování výkonnosti ekonomik EU (tabulka 1). V roce 2009 v době recese bylo HDP EU27 v záporných číslech, jeho výše byla -4,0 %, v roce 2010 a 2011 začaly ekonomiky pomalu ožívat a HDP činil 1,8 %. V následujícím období je zatím počítáno s dalšími rostoucími meziročními přírůstky HDP, v roce 2012 je to o 0,3 p. b., ve velké míře bude však záležet na tom, jak se bude vyvíjet krize eurozóny a jak bude její řešení úspěšné. Kolísání HDP EU27 ovlivňuje i měnový kurz USD/EUR. Od propuknutí krize byl kurz eura vůči americkému dolaru oslaben. Nominální kurz dolaru

⁴⁴ Rating je tzv. ocenění země z hlediska jeho úvěruschopnosti, tedy jak je schopna splatit své závazky včas i s úroky. Česká republika má hodnocení na dobré úrovni, pro splatnost jak českých, tak zahraničních dlouhodobých závazků je považována podle ratingových agentur za stabilní či pozitivní. (Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_rating_sd.html>).

⁴⁵ Česká televize – ČTK, Reuters. *S&P zhoršila rating devíti zemím eurozóny* [online]. Brusel: 13. 1. 2012 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/160412-s-p-zhorsila-rating-deviti-zemim-eurozony/>>.

⁴⁶ Česká televize – ČTK, Reuters. *Snížení ratingu zemí EU může být hrozbou i signálem k větší spolupráci* [online]. Brusel: 14. 1. 2012 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/160478-snizeni-ratingu-zemi-eu-muze-byt-hrozbou-i-signalem-k-vetsi-spolupraci/>>.

vůči euru zaznamenal k roku 2011 zhodnocení o 0,15 USD za euro. Kurz české koruny taktéž aprecioval, a to o 2,40 Kč za euro.

Tabulka 1: Změna směnných kurzů v závislosti na HDP v EU 27 za období 2009 – 2012

	2009	2010	2011	2012
Růst HDP v EU27 (v %)	-4,0	1,8	1,8	2,1
Směnný kurz USD/EUR	1,39	1,32	1,31	1,30
Směnný kurz CZK/EUR	26,5	25,3	24,1	23,5

Zdroj: Vlastní zpracování dle Konvergenčního programu České republiky z roku 2011 a 2010. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/dokumenty_konvergen_program_cr_395.html>.

5.3.1. PIIGS - nejvíce ohrožené státy

Státy Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko od roku 2009 spojuje vysoká nestabilita jejich ekonomik, a právě kvůli velmi podobné ekonomické situaci se této skupině států začalo souhrnně přezdívat PIIGS, podle začátečních písmen názvů států.

Počátek problémů většiny z těchto krizí zasažených států je samotné přijetí společné evropské měny, jelikož jejich ekonomika nebyla pro přístup k jednotné měnové unii dostatečně připravena. V rámci zapojení států do třetí etapy HMU již své problémy řešit pomocí směnných kurzů, úrokových sazeb či devalvací měny nemohly, a tím se jen dále prohlubovaly.

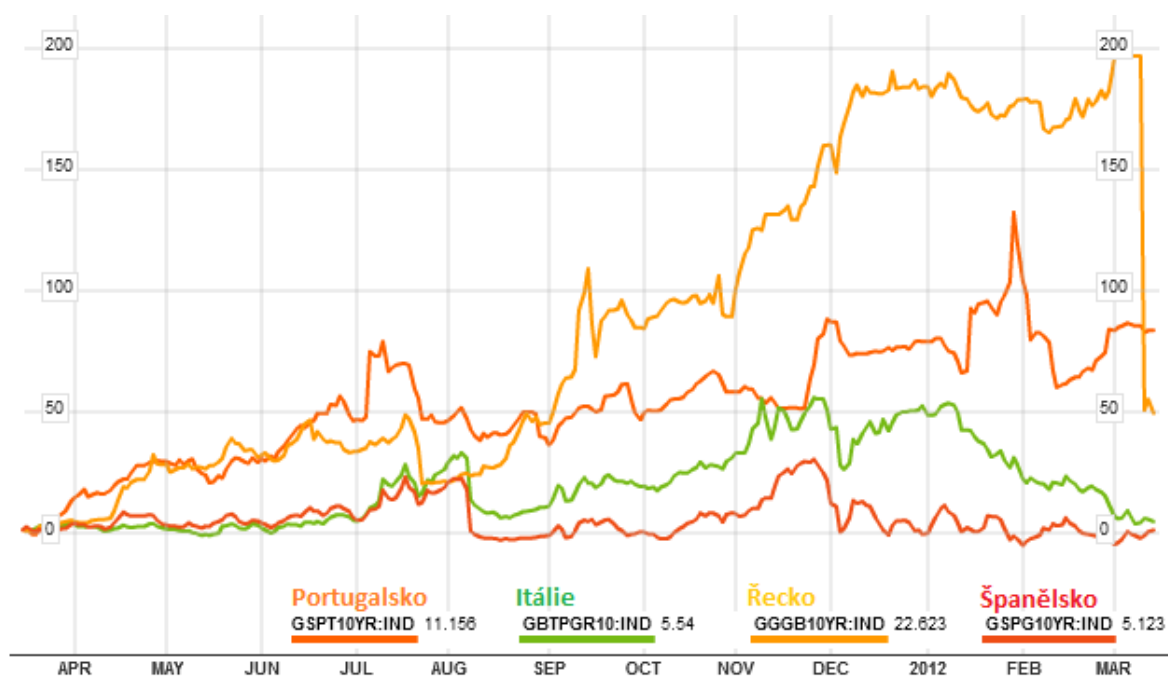
Záchrana států PIIGS probíhá zejména v režii Mezinárodního měnového fondu a ECB a to pomocí finančních balíčků, jež mají zajistit snížení vzniklého zadlužení, a také odkupem vládních dluhopisů Evropskou centrální bankou. Ta od května 2010 odkoupila tyto obligace v celkovém objemu 225 miliard eur. Tímto krokem, ECB zasahuje proti dalšímu prohlubování dluhové krize. Zároveň podporuje snížení výnosů ze státních dluhopisů a pokles úvěrových nákladů, které z nich plynou daným zemím. MMF a ECB jsou součástí Evropského fondu finanční stability (EFSF), který poskytuje úvěry zachraňovaným zemím. Snaha z jejich strany probíhá z důvodu, že jestliže se dostane některá ze zemí Evropské unie do potíží, ovlivňuje to zásadně celou Unii.

O výnosech dluhopisů je známo, že čím vyšší je jejich tržní sazba, v o tolik horší ekonomické situaci se určitá země nachází. Rozdíl mezi aktuální hodnotou výnosů a placeného úroku z půjčky je závislý na změně ceny daného dluhopisu. U zemí PIIGS se současné výnosy dluhopisů pohybují výše, nežli byl výnos v době jejich vydání. To je dáno

špatnou situací a nestabilitou v zemi, u ostatních zdravých zemí měnové unie je tomu právě naopak.⁴⁷

Například u řeckého záchranného úvěru byl úrok v hodnotě 4,99 %, ale hodnota těchto obligací vzrostla mnohonásobně, až na úroveň okolo 35 procent. Výrazné zvýšení, i když už ne tak výrazné, je zřejmé i u dluhopisů Portugalska. To si půjčilo za 4,44 %, avšak výnos byl dokonce v hodnotě 17 %. Oproti tomu, německé úroky z půjčky v hodnotě 3,47 % vynášejí v poslední době méně nežli 2 %, ty francouzské mají výnos 2,9 % při výši úvěrového úroku 3,68 %.⁴⁸

Graf 1: Růst výnosů desetiletých dluhopisů zemí PIGS za období 17. 3. 2011 - 15. 3. 2012



Zdroj: Vlastní zpracování dle Bloomberg [online], [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/quote/GSPT10YR:IND/chart>.

Na grafu 1 je zobrazen růst výnosů desetiletých dluhopisů zemí nejvíce postižených dluhovou krizí v období od března 2011 do března 2012 (Irsko není zobrazeno, jelikož původ jejich dluhů je jiného charakteru než těchto jižních států. Zde zadlužení vzniklo díky vysokému deficitu veřejných financí způsobeným záchranou bankrotujících irských bank). Je jasné, že výnosy dluhopisů jsou převážně rostoucí, s výjimkou Španělska, kde jsou

⁴⁷ Pro investory. Výnosy státních dluhopisů s skutečně placené úroky [online]. 19.12.2011 [2012-03-16]. Dostupné z: <http://zpravy.kurzy.cz/299240-vynosy-statnich-dluhopisu-s-skutecne-placene-uroky/>.

⁴⁸ Pro investory. Výnosy státních dluhopisů s skutečně placené úroky [online]. 19.12.2011 [2012-03-16]. Dostupné z: <http://zpravy.kurzy.cz/299240-vynosy-statnich-dluhopisu-s-skutecne-placene-uroky/>.

výnosy na zcela vyrovnané úrovni. Poté, co ECB na přelomu roku 2011 a 2012 zvýšila likviditu na trhu, poklesly výnosy ve srovnání s německými jak u Itálie tak Irska. Mírný pokles se projevil i na španělských výnosech.

Hranice, do které je země schopna se sama vypořádat s rostoucími výnosy státních dluhopisů je 7 %. V tom okamžiku může země ještě odvrátit růst výnosů pomocí svých veřejných financí a usměrnit své zadlužení. Avšak z dlouhodobého hlediska je tato riziková hranice neudržitelná a pomoc v podobě financí ze Záchraného fondu EU zcela nevyhnutelná.

Sedmi procentní udržitelnou hranici výnosů dluhopisů ke konci roku 2011 nepřekračovalo z problémových zemí měnové unie pouze Španělsko a Itálie, která se ale této hranici velice přibližovala s výnosem 6,999 %. Zejména špatné situace v Itálii a Španělsku se obává nejenom ECB ale i celá Evropa. Jejich pád by znamenal krach některých velkých evropských bank zapojených do záchrany eurozóny, zejména francouzské a německé. Tím by se veškeré problémy zadlužených zemí přenesly na poslední zdravé státy v měnové unii.⁴⁹ Ostatní problémové státy, tedy Řecko, Irsko a Portugalsko se snaží společnými silami zachránit Evropská unie, ECB i Mezinárodní měnový fond právě pomocí Záchraného fondu.

V prvních dvou měsících roku 2012 zaznamenaly výnosy dluhopisů PIGS výrazné změny. Italské dluhopisy poklesly o celých 1,49 procentních bodů, řecké dokonce o 12,07 p.b. Naopak Portugalsko se dostalo koncem ledna 2012 na svou nejvyšší historickou hranici výnosů od vstupu do eurozóny, a to vzrůstem o 4,042 p. b., avšak následně se výnosy vrátily na stejnou úroveň jako před koncem roku 2011.

Záchranný balíček, který má odvrátit krach státu ve formě půjčky obdrželo již Řecko a Irsko, dokonce i Portugalsko. Výměnou za finanční pomoc je přijmutí velmi tvrdých a důsledných opatření v rámci státu, a zároveň zavedení hlubokých strukturálních reforem vedoucích k nápravě složité ekonomické situace. Bohužel tyto balíčky měly většinou pouze krátkodobý vliv na vývoj výnosů a ty se později vrátily zpět do starých kolejí.

⁴⁹ Pro investory. DVOŘÁK, Jan. *Kdy a jak končí krize zadlužených zemí?* [online]. 18. 7. 2011 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: < <http://proinvestory.cz/kdy-skonci-krize-zadluzeni-zemi>>.

5.3.1.1. Situace v jednotlivých státech PIIGS

Nejvíce problematická situace je ve státech Jižní Evropy, jimiž jsou Portugalsko, Itálie, Řecko a Španělsko. Mezi problematické země eurozóny se ovšem řadí i Irsko. Situace v těchto ohrožených státech je velice znepokojivá, a její vývoj je v posledních měsících s napětím sledován. Její negativní vývoj by měl dopad nejen na tyto státy, ale i na celou EU, dokonce by měl i globální důsledky.

PORTUGALSKO

Na konci ledna roku 2012 se výnosy portugalských státních dluhopisů vyšplhaly na svou nejvyšší úroveň od působení Portugalska v eurozóně, a to do výše 17,393 procent. V letošním roce 2012 to zajisté nebude ojedinělá situace, jelikož Portugalsko se potýká s velikými úspornými opatřeními, které mají negativní dopad na hospodářský růst, avšak jsou podmínkou pro získání záchranného balíku v hodnotě 78 miliard eur. Bohužel i z těchto důvodů postihne Portugalsko období recese. K oživení ekonomiky by mělo dojít v roce 2013, právě za pomoci balíčku, jež má povzbudit hospodářský růst a konkurenceschopnost, zároveň i pomoci portugalským bankám zdolat potíže s likviditou.⁵⁰

Aktuální zadluženost vůči HDP k únoru 2012 dosahuje 105 procent, což je zhruba 162 miliard eur. To ve srovnání s aktuálním veřejným dluhem v České republice je přibližně 2,5 větší. Zadlužení v ČR dosahuje 41,23 % HDP, tedy přibližně 1 499,4 miliard Kč.⁵¹ V přepočtu na evropskou měnu je jeho výše více než 61 mld. eur.⁵²

IRSKO

Irsko se dostalo do potíží zejména díky své štědré úvěrové politice. V tomto téměř nekontrolovaném bankovním sektoru stál za vznikem této složité situace stejný faktor jako

⁵⁰ Euractiv. Záchraný balíček je „férový“. Lisabon se ale recesi nevyhne [online]. 6. 5. 2012 [cit. 2012-03-11]. Dostupné z: <<http://www.euractiv.cz/ekonomika-a-euro/clanek/zachranny-balicek-je-ferovy-portugalsko-se-ale-recesi-nevyhne-008740>>.

⁵¹ MFČR. Fiscal Data for the Czech Republic [online]. Edit. 15. 3. 2012 [cit. 2012-03-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/central_govern_debt_24725.html>.

⁵² Přepočet dle aktuálního měnového kurzu k 16.3.2012, a to 24,510CZK/EUR. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

v USA – poskytování velkého množství úvěrů na nemovitosti i za velkého rizika nesplácení dlužníky, tzv. toxických úvěrů. Zároveň Irsko bylo jednou ze zemí, která tyto úvěry nakupovala od amerických bank. Po prasknutí realitní bubliny v roce 2008 se mnoho bank dostalo do problémů s likviditou, čemuž následoval jejich bankrot, dokonce hrozil krach celého bankovního sektoru.⁵³ Svým vládním zásahem na záchranu hlavní irské banky a dalších bank se Irsko dostalo ještě hlouběji do potíží.

Zadlužení Irska rostlo neskutečným tempem. V období zemi lety 2007 – 2010 se vládní dluh v poměru k HDP z 25 % vyšplhal téměř čtyřnásobně, až k 96 procentům. To představuje asi 148 200 milionů eur. Ve srovnání třetího kvartálu 2011 se stejným obdobím v roce 2010 vzrostl dluh o 8,9 procentních bodů na 104,9 % HDP.⁵⁴

Na jeho záchranu, a vzkříšení irského hospodářství byla poskytnuta Irsku finanční pomoc ve výši 85 miliard eur. V dnešní době je finanční situace Irska zcela stabilizovaná, a to je zřejmé i z faktu, že v druhé polovině roku 2011 zaznamenaly výnosy irských dluhopisů pokles, což je patné i z následujícího grafu 2 výnosů irských dluhopisů. I z tohoto důvodu se předpokládá, že Irsko již nebude potřebovat pomoc Mezinárodního měnového fondu od roku 2013.⁵⁵

Graf 2: Růst výnosu desetiletých dluhopisů Irska za období 21. 3. 2011 – 19. 3. 2012



Zdroj: Vlastní zpracování dle Bloomberg [online], [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <<http://www.bloomberg.com/quote/GIGB9YR:IND>>.

⁵³ Business Info. Irsko: Finanční a daňový sektor [online]. [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/irsko-financi-a-danovy-sektor/5/1000785/#sec3>>.

⁵⁴ Eurostat. *News release euro indicators* 20/2012 [online]. 6. 2. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/EN/2-06022012-AP-EN.PDF>.

⁵⁵ ČNB. Globální ekonomický výhled – únor 2012 [online]. [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2012_02.pdf>.

Irsko se v druhé polovině roku 2011 pomalu začalo vzpamatovávat z krizové situace. Dluhopisy zaznamenaly po dlouhé době výraznější pokles výnosů. I přes nepokoření sedmi procentní hranice v loňském roce, byl jejich pokles významný (k říjnu 2011 to bylo snížení o 5,87 p. b. na úroveň 8,2100 %). Jejich pokles se ovšem nezastavil, a k březnu 2012 se irské dluhopisy zhodnotily za posledních 6 měsíců až o 50 %, a to na 6,8800 %⁵⁶.

Irská ekonomika po dlouhé době ožívá. Dokázala se vzpamatovat především pomocí stabilizace bankovního sektoru a rostoucího exportu.

ITÁLIE

Výnosy italských obligací se nepohybují na takové vysoké úrovni, jako je tomu například u Řecka nebo Portugalska, ale i tak se jejich výše ocitá těsně pod hranicí sedmi procent, kde je ještě země schopna napravit své veřejné finance bez finanční pomoci. V roce 2011 měly výnosy především rostoucí charakter, zejména v období od listopadu do ledna 2012 se pohybovaly okolo 7 procent. Výše se ale nedostaly, naopak zaznamenaly pokles o 2,3 p. b. na úroveň 4,86 %, což vyvolává zvýšení důvěry země pro investice.

Itálie se svým vyspělým průmyslem patří mezi největší ekonomiky Evropy. Ale i přesto se potýká s vysokým veřejným dluhem, a to ve výši 120 % HDP. Tím se stává druhou nejvíce zadluženou zemí měnové unie po Řecku. Ale i přes vysoké zadlužení se v Itálii státní deficit pohybuje pod stanovenou evropskou hranicí 4 % a dokonce i pod evropským průměrem.

Jestliže se Itálie, jakožto jedna z největších ekonomik platící eurem, dostane do platební neschopnosti, je zde velká pravděpodobnost, že to eurozóna neustojí a rozpadne se. EU spolu s MMF navíc nemají na záchranu tak velké ekonomiky jako Itálie dostatek prostředků, jelikož celkové italské zadlužení, které dosahuje více než 1,9 bilionu eur, je vyšší než suma veškerých dluhů Řecka, Irska a Španělska.⁵⁷

I přes větší zadluženost, než má Řecko, je na tom Itálie o poznání lépe. Její dluhy mají průměrnou splatnost značně delší, což promítne změny výnosů až po delším čase, většina

⁵⁶ Výnosy irských obligací se od října 2011 neudávají za desetileté dluhopisy, nýbrž za devítileté.

⁵⁷ Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. ROZMAJZL, Lukáš. *ECB hledá recept, kudy z dluhových špaget*. Praha: Economia, a.s, 24.11.2011, roč. LV, č. 47. ISSN 1210-0714.

dluhu je v držení Italů, na daních vybere mnohem více, než jsou její náklady na úhradu dluhů, ale také její celkový dluh je nižší v porovnání s vyspělými zeměmi. Oproti Řecku navíc disponuje velkým množstvím zlatých rezerv, které je ochotna odprodat pokud to bude nutné.⁵⁸

ŘECKO

Nejvíce se v současné době hovoří o situaci Řecka, jelikož jeho zadlužení dosahuje nejvyšších hodnot a je mu věnována při přerozdělování finanční pomoci největší pozornost. Evropská krize vypukla právě na řeckém území a nezadržitelnou rychlostí se rozšířila do celé Evropy a nakazila tak ostatní státy, zejména ty jižní.

Řecko už při vstupu do eurozóny nesplňovalo stoprocentně všechna konvergenční kritéria, ale i přes překročení kritéria veřejného zadlužení se k HMU v roce 2001 připojilo. Posléze se zjistilo, že vstup byl posuzován na základě zmanipulovaných údajů, které vyjadřovali jak jinak než nižší hodnoty, a podle reálných hodnot kritérií by se součástí HMU v té době nestalo. Za toto konání nebyla na Řecko uvalena žádná sankce (v nejhorším případě i vystoupení z EU), a možná právě i z tohoto důvodu došlo v roce 2009 k další manipulaci údajů rozpočtového deficitu. Řecké kreativní účetnictví ohrožuje celou měnovou unii, snižuje důvěryhodnost v EU a staví evropskou integraci do špatného světla.⁵⁹

Řecko, jež se nachází v hluboké dluhové krizi, se již podruhé vyhnulo platební neschopnosti, díky druhému záchrannému balíku a zavedením rozsáhlých úsporných opatření, škrťů a reforem. Ale i přes to, se propad řeckého HDP stále zvyšuje, předpověď na letošní rok je dokonce minus osm procent, čímž by se dostala na úroveň hospodářství rozvojových států.⁶⁰

První záchranný balík získalo Řecko v roce 2010, tedy v době kdy mu hrozil státní bankrot, a to ve výši 110 miliard eur. Druhá půjčka byla začátkem roku 2012 schválena v hodnotě 130 miliard eur a bude vyplácena v období 4 let. Splatnost první půjčky je do

⁵⁸ Investiční web. *5 pádných důvodů, proč Itálie není Řecko* [online]. 10. 11. 2011 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <<http://www.investicniweb.cz/ekonomika/2011/11/10/clanky/5-padnych-duvodu-proc-italie-neni-recko/>>.

⁵⁹ SYCHRA, Z., *Jednotná evropská měna. Realizace hospodářské a měnové unie v EU*, s. 115-121.

⁶⁰ Novinky. *Z Řecka je rozvojová země, letos na tom může být hůř než Bangladéš* [online] Berlín: ČTK. 13.3.2012. [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/261719-z-recka-je-rozvojova-zeme-letos-na-tom-muze-byt-hur-nez-banglades.html>>.

roku 2015, té druhé do deseti let. A právě z důvodu možné neschopnosti uhradit své dluhy plynoucí z půjček, bude v budoucnosti zřejmě nutné poskytnout Řecku další finanční injekci v podobě třetího záchranného balíčku.

Přesto tyto finanční výpomoci se problém neřeší, pouze jeho řešení odsouvají na později. Výše státního dluhu je okolo 368 mld. eur, a i přes soustavnou záchranu ze strany MMF a EU stále hrozí Řecku bankrot v důsledku vysokého zadlužení. Nicméně pouhé zpomalování růstu zadlužování záchrannými zásahy situaci z dlouhodobého hlediska nevyřeší. Je nutné, aby vláda Řecka, ale i ostatních států postižených dluhovou krizí, začala pracovat s vysokými rozpočty a splácet své dluhy⁶¹. Řecko přislíbilo mimo jiné, i že do roku 2013 zastaví svůj hospodářský pokles a naopak podpoří svůj ekonomický růst na minimálně 3 % HDP v dalších letech. Jestli však na to bude mít dostatek sil a MMF s EU dostatek trpělivosti se uvidí. Objevily se i názory, že situaci Řecka vyřeší jen odchod z eurozóny, následný bankrot a návrat k dřívější národní měně drachm⁶².

I přes nepřetržitou záchranu Řecka vystoupaly výnosy desetiletých státních dluhopisů za poslední 3 roky z 6 % skoro o šestinásobek, tedy až na 35 %. Tato neúnosná výše značí jediné – bankrot Řecka, jež v budoucnu bude muset pro zlepšení řecké ekonomiky, především v dlouhodobém horizontu, nastat.⁶³ Na grafu výnosů (Graf 1) je vidět i velmi výrazné zhodnocení výnosů v březnu 2012. Došlo k tomu především poskytnutím další půjčky ve výši 130 miliard eur a snížením úroků z půjčky první. Žádoucí propad výnosů z nejvyšší hranice za posledních šest měsíců - 35,109 % až k jedné polovině původního hodnocení – tedy na 18,079 procent HDP.

Je zde ale také otázka, zda se výnosy, i přes nákup dluhopisů Evropskou centrální bankou, nevrátí k předcházející maximální úrovni, jak tomu bylo již v minulosti. Poměr dluhu k HDP Řecka činí 163 procent. Zajímavé je, že v roce 2009 byl tento poměr v hodnotě

⁶¹ Pro investory. DVORÁK, Jan. *Kdy a jak skončí krize zadlužených zemí?* [online]. 18.7.2011 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://proinvestory.cz/kdy-skonci-krize-zadluzeni-zemi>>.

⁶² Pro investory. DVORÁK, Jan. *Kolik času si Řecko koupilo?* [online]. 22. 2. 2012 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://proinvestory.cz/kolik-casu-si-recko-koupilo>>.

⁶³ Fakebuk. *Aktuální výnosy ze státních dluhopisů* [online]. 27. 12. 2011 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <<http://www.fakebug.cz/ekonomie-hospodarstvi/dluhy-uroky-statu/aktualni-vynosy-statnich-dluhopisu/>>.

113 %, z toho plyne, že i přes veškerá zavedená úsporná opatření dluh stále eskaluje a čím dál více se hrozba bankrotu zdá reálnější.⁶⁴

Řecko má největší dluh u francouzských bank, kde se zadlužilo ve výši 41,4 milionů eur. Peníze si ovšem půjčila i od Německa, a to oproti Francii jen pouhých 15,9 milionů eur. Země jako Velká Británie, Portugalsko či Itálie Řecku také vypůjčili, a to v celkové hodnotě přesahující 10,7 milionů eur. Řecký dluh vůči zahraničním investorům je 252 % HDP.⁶⁵

ŠPANĚLSKO

Problémy ve Španělsku mají počátek s přijetím jednotné měny. V té době byly úvěry nejlevnější a nejdostupnější v historii a to přímo lákalo investovat do nemovitostí, což se projevilo vysokým růstem stavebního průmyslu. Po poklesu cen realit a prasknutí realitní bubliny se Španělsko, vlivem vzniklých událostí, ocitlo roku 2010 v bankovní krizi. Ta následně přerostla, podobně jako u Irska, v krizi dluhovou. Ve srovnání s Irskem vznikla bankovní krize ve Španělsku vlastní zásluhou, nikoli nakažením americkou finanční krizí.

V prosinci 2011 státní dluh země překročil 60-ti procentní hranici veřejného zadlužení, kterou stanovují maastrichtská konvergenční kritéria. Dluh tak vzrostl na rekordních 68,5 % HDP, to byla největší hodnota dluhu od za posledních 15 let. Zároveň neplní i rozpočtové kritérium, které v loňském roce překročila o 5,5 p. b. vůči HDP, dostalo se tedy na hodnotu 8,5 %. Hodnota španělského bankovního dluhu, tedy především objem úvěrů domácnostem a podnikům, je nyní v hodnotě 180 procent HDP.

Země se také od doby vzniku realitní krize potýká s eskalující nezaměstnaností, která postihla téměř čtvrtinu obyvatelstva. Ta se momentálně jeví, jako velká překážka při snižování deficitu rozpočtu. Nemožnost dalších škrťů a opatření způsobí nesplnění dříve předpovídaného rozpočtového cíle na rok 2012 – tedy 4,4 % HDP, ale pouze na hodnotu 5,8 procenta HDP. V následujícím roce 2013 měl podle původní prognózy z roku 2011

⁶⁴ Euroskop. *Řecko pokračuje na cestě ke katastrofě* [online]. 22. 2. 2012 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <<http://www.euroskop.cz/8959/20363/clanek/ft-recko-pokracuje-na-cestě-ke-katastrofě/>>.

⁶⁵ BBC News. *Eurozone debt web: Who owes what to whom?* [online]. 18. 11. 2011 [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <<http://www.bbc.co.uk/news/business-15748696>>.

schodek již dosahovat hranice stanovené Maastrichtskou smlouvou a Paktem stability a růstu, tedy 3 % HDP, ovšem k této hodnotě se zřejmě nepřiblíží.⁶⁶

Výnosy španělských dluhopisů se podařilo po delší období udržet na vyrovnané úrovni, dokonce mají z postižených států PIGS nejnižší výnosnost. Výnosy španělských dluhopisů se dlouhodobě pohybují pod hranicí 6 %, což zatím nevyžaduje záchranné operace ze strany EU a MMF.

5.3.2. Credit Default Swap

Pravděpodobnost, že země zbankrotuje, se vyjadřuje pomocí CDS (Credit Default Swap, Swap úvěrového selhání).

Jedná se o určitý způsob přenosu úvěrového rizika jedné strany na druhou, z které plynou z daného aktiva (převážně jde o obligace) dohodnuté pravidelné platby, jako určitá kompenzace za převzetí rizika. CDS vlastně pracuje na podobném principu jako pojistné. V případě prodlení plateb (neplnění svých závazků vlivem např. nesolventnosti, úpadkem společnosti, dostání se do konkurzu) se prodejce swapu zaručuje, že vyplatí kupující straně případnou ztrátu.

Hodnota úvěrové selhání je vyjádřena pomocí výše tzv. prémie, která je rovna právě pravidelné roční platbě kupujícího prodávajícímu, udávané v bazických bodech. To jsou vlastně setiny procentních bodů, tzn., že jednocentní pravděpodobnost úpadku některé země v následujícím období je rovna hodnotě okolo 100 bazických bodů. Čím vyšší je pravděpodobnost neschopnosti splácet své závazky, tím je cena CDS vyšší.

Pravděpodobnost zkrachování zemí PIIGS v následujícím pětiletém období se den ode dne zvyšuje. Kdyby těmto zemím nebylo v minulosti poskytnuto dostatek prostředků na svou záchranu ze strany Evropské unie a Mezinárodního měnového fondu, zkrachovalo by nejdříve Řecko, za nímž by v těsném závěsu bylo Irsko, Portugalsko, Španělsko a jako poslední by bankrot pocítila Itálie.

Pravděpodobnost nesplacení pohledávek zemí PIIGS na základě CDS za období posledních 4 let je zobrazeno na následujícím grafu 3.

⁶⁶ Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. NĚMEC, Jan. *Evropa schválila další pomoc Řekům*. Praha: Economia, a.s, 15. 3. 2012, roč. LVI, č. 11. s. 16. ISSN 1210-0714.

Na první pohled je z grafu vidět vysoký nárůst hodnot CDS od počátku finanční krize, zejména v období krize dluhové, která měla přímý dopad na EU. Čím více se krize prohlubuje, tím větší vliv to má na ekonomiky ohrožených zemí, jelikož riziko nesplacení jejich závazků je s růstem dluhů vyšší a vyšší. Především jako vysoce rizikové byly ke konci roku 2011 označeny některé banky irské a portugalské, za kterými následují italské a také španělské banky. V jejich čele samozřejmě stojí bankovní instituce Řecka.

Graf 3: CDS zemí PIIGS za období leden 2008 – prosinec 2011 (v bazických bodech)



Zdroj: Dle www.bloomberg.com. Fakebug. *GIPSI – aneb jak budou postupně krachovat země PIIGS* [online], 10. 1. 2012 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <http://www.fakebug.cz/ekonomie-hospodarstvi/dluhy-uroky-statu/gipsi-aneb-jak-budou-postupne-krachovat-zeme-piigs/>.

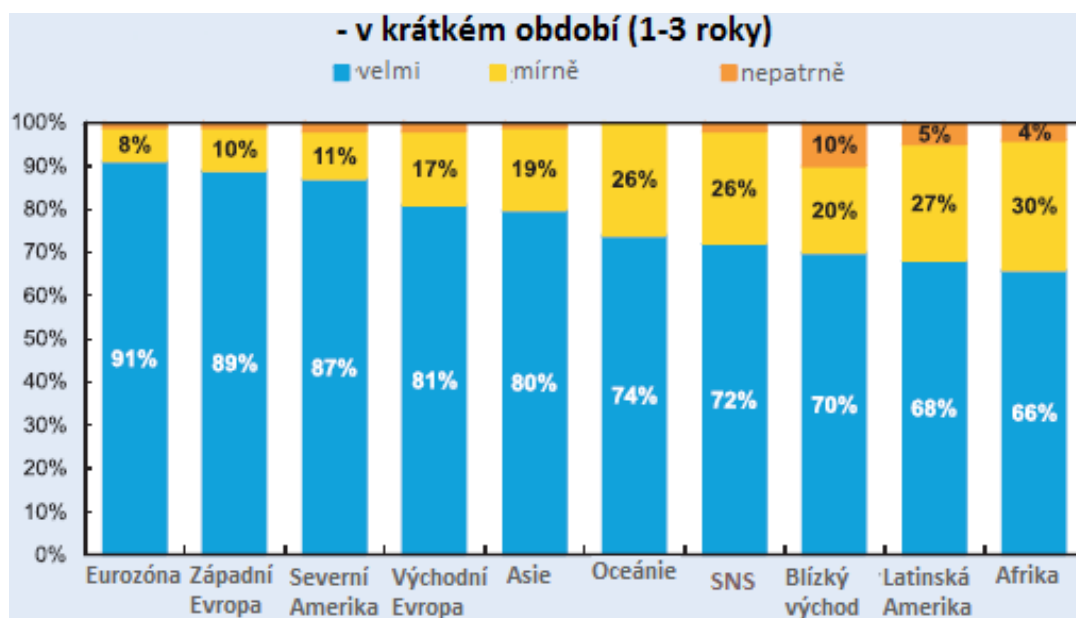
Na počátku roku 2008 se pravděpodobnost krachu zemí PIIGS pohybovala pouze na úrovni 0,3 %. Její postupné narůstání se projevovalo do roku 2011 zcela nepatrně, k roku 2010 bylo toho navýšení možnosti krachu pouze 1,5 %. Ovšem v lednu 2011 už pravděpodobnost dosahovala hodnoty 5,4 %, která zejména ve čtvrtém čtvrtletí zaznamenala neuvěřitelný pětinasobný nárůst až k hodnotě 28 %.⁶⁷ I z toho plyne závěr, že riziko nesplacení a zároveň bankrotu ohrožených zemí, dosahuje ve srovnání s jinými světovými státy enormních rozměrů, a je nutné tuto situaci co nejdříve důležitými opatřeními napravit.

⁶⁷ Fakebug. *GIPSI – aneb jak budou postupně krachovat země PIIGS* [online]. 10. 1. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://www.fakebug.cz/ekonomie-hospodarstvi/dluhy-uroky-statu/gipsi-aneb-jak-budou-postupne-krachovat-zeme-piigs/>.

Mezi jednotlivými světovými institucemi existuje síť vazeb, která se zaměřovala právě na prodej CDS. Jestliže tedy jedna ze zemí zkrachuje, může se to následnou řetězovou reakcí projevit i na ostatních státech a vytvořit velký finanční zmatek.

Situaci na světových trzích a vliv na světovou ekonomiku v případě rozpadu eurozóny a návratu států k původním národním měnám, znázorňuje následující graf 4. Jak velké škody by byly napáchány na určitých územích, jsou zobrazeny pouze v krátkém období, jelikož vzniklé důsledky jsou mnohem nebezpečnější nežli u těch dlouhodobých. Graf byl sestaven na základě odpovědí světových odborníků a expertů na ekonomiku.

Graf 4: Nebezpečí poškození světové ekonomiky v důsledku rozpadu eurozóny



Zdroj: Vlastní zpracování dle CESifo World Economic Survey (WES). *ICC Special Question: Impact on the World economy should the Eurozone collapse.* Munich, Germany: Ifo institute. February 2012, vol. 11, No. 1. ISSN 1630-6012.

Největší podíl z odpovědí znázorňuje, že dopad na světovou ekonomiku v případě zhroutilí eurozóny by byl velmi škodlivý. Nejvíce samozřejmě pro státy eurozóny (90 %), ovšem následky by se projevíly po celém světě. Pouze malé procento (0-10 %) odborníků předpokládá, že návrat států eurozóny k své národní měně by měl pouze nepatrně škodlivé účinky v globálním měřítku.⁶⁸

⁶⁸ CESifo World Economic Survey (WES). *ICC Special Question: Impact on the World economy should the Eurozone collapse.* Munich, Germany: Ifo institute. February 2012, vol. 11, No. 1. ISSN 1630-6012.

5.3.3. Scénáře řešení krize eurozóny

Po zjištění, že Řecko zmanipulovalo údaje o své ekonomické situaci a vyplula na povrch jeho vysoká zadluženost a neschopnost plnit své závazky, věřila ECB, že ostatní členové na okraji eurozóny zavedou ochranná opatření a nesklouznou do zadlužení stejně jako Řecko.⁶⁹ Bohužel se tak nestalo a nyní je tuto situaci nutno vyřešit. Objevil se i názor, že nalézt cestu z evropské krize a záchrana eura se bez vyloučení slabých členů a bez přísného dohledu nepodaří. Byly proto navrženy 3 scénáře možného vývoje eurozóny, a tedy i jak se vypořádat s krizí v EU.

Jako první řešení bylo navrženo fiskální unie mezi 17 členy eurozóny, v které bude nutné striktně plnit nově zavedená pravidla v oblasti státního rozpočtu a zadlužování, která vzniknou změnou smluv o Evropské unii. Nejedná se tedy pouze o důsledné kontroly, ale i přísné sankce pro státy nedodržující dané limity a ostatní dohodnutá pravidla. Tento scénář umožňuje zachovat všechny stávající členy eurozóny stále její součástí.

Právě naopak je tomu u scénáře číslo 2, který vyžaduje odchod těch nejslabších států z eurozóny, jako Řecko či Portugalsko. Pro tyto státy je euro příliš silnou měnou, a proto jsou jejich ekonomiky méně konkurenceschopné. Znovuzavedení jejich národních měn by i přes velkou finanční krizi, která by v těchto státech po vystoupení z eurozóny propukla, z dlouhodobého hlediska výrazně pomohlo nastartovat jejich ekonomický růst. Nevýhodou ovšem je, že po rozpadu eurozóny by následoval hluboký propad eura, z kterého by se i nevyložené státy dlouho vzpamatovaly. Další možností je i zúžení eurozóny pouze na země s nejsilnější ekonomikou – Německo, Rakousko, Francie, Nizozemsko a Finsko, tak aby vznikla menší a hospodářsky solidárnější oblast. Jelikož by se ale na okraji bankrotu ocitla většina vyřazených členů, je tento scénář odmítán.

Posledním plánem zastavení šíření krize, a tím nejčernějším, je úplný rozpad eurozóny. Ten hrozí v případě nevyřešení krize pomocí výše uvedených nebo jiných scénářů. To by mělo razantní dopad na veškeré ekonomiky Evropské unie (výrazný pokles HDP, stagnace

⁶⁹ Project syndicate: A Word of ideas. EL-ERIAN, Mohamed A.. *Evropská centrální banka na vlnách nejistoty* [online]. Newport Beach, 16.8.2011. [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: < <http://www.project-syndicate.org/commentary/elerian8/Czech>>.

Evropy, další zadlužování vlivem zachraňování zkrachovalých bank, sociální nepokoje, aj.).⁷⁰

Ke konci roku 2011 právě lídři zemí Evropské unie rozhodovali na summitu v Bruselu o osudu eurozóny. Jejím rozhodnutím bylo vytvořit fiskální unii, tedy první plán, v rámci které se budou nová pravidla soustředit pouze na stávající a budoucí členy eurozóny, nebo další země mimo ni, které se k smlouvě přidají. Česká republika se spolu se Švédskem, Maďarskem a Velkou Británií nepřipojila k ratifikaci této smlouvy. Pro ČR by připojení ke smlouvě znamenalo ztrátu části své suverénní fiskální politiky, což plně odmítá prezident ČR Václav Klaus. Nepodepsání smlouvy Českou republikou a ostatními zeměmi ale neznamená, že smlouva i tak nevstoupí v platnost.

Mezi základní změny oproti stávající smlouvě EU lze zařadit nezbytnost vyrovnaných rozpočtů členských států eurozóny, kde maximálně přípustný schodek je ve výši 0,5 % HDP, při překročení tříprocentní hranice deficitu následují přísné sankce, předem ohlášené emise dluhopisů či vytvoření Evropského stabilizačního mechanismu, jež nahradí současný záchranný fond eurozóny.⁷¹ Zavedením těchto nařízení v rámci smlouvy o rozpočtové unii je posilován Pakt stability a růstu.

Díky smlouvě by EU měla být v budoucnu schopná lépe řešit problémy jednotlivých členských zemí eurozóny, jako například nynější dluhový problém Řecka, který ohrožuje veškeré ekonomiky a nejvíce těch zemí, jež jsou hospodářsky slabší.

5.3.4. Záchranné operace

Pro záchranu jednotné evropské měny je ale nutné řešit i aktuální problémy - jak pomoci v současnosti nejvíce ohroženým zemím, kterými jsou v první řadě Řecko, Portugalsko, ale i Itálie či Španělsko, tedy státy PIIGS. Ty mají problém s požadovanými vysokými výnosy dluhopisů, na jejichž splácení nemají dostatek prostředků, proto ECB již investovala do nákupu dluhopisů těchto ohrožených evropských zemí částku přesahující 200 miliard eur. Tento zásah zaručí alespoň dočasnou záchranu vlád, bank ale i celé eurozóny. Bohužel se

⁷⁰ Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. NĚMEC, Jan. *Eurozóna: Poslední bitva vzplála*. Praha: Economia, a.s, 8.12.2011, roč. LV, č. 49. ISSN 1210-0714.

⁷¹ Lidovky.cz. *Česko váhá. Nečas odmítl smlouvu na záchranu eura* [online]. Brusel: ČTK, 9.12.2011 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <http://byznys.lidovky.cz/cesko-vaha-necas-odmitl-smlouvu-na-zachranu-eura-fuq-/firmy-trhy.asp?c=A111209_071700_firmy-trhy_jkz>.

důsledky soustavného nakupování dluhopisů Evropskou centrální bankou projeví i mimo členské země v podobě vyšší inflace, jež pocítíme i v ČR.⁷² Už od druhé poloviny roku 2011 se inflace EU pohybuje nad stanoveným dvouprocentním cílem, s tím nezvratně souvisí i nárůst spotřebitelských cen. Nutné je ale také zajistit záchranu i dlouhodobě a to pomocí různých vládních zásahů v zadluženém státě.

Na prosincovém summitu v Bruselu v roce 2011 byla požadována od zemí EU další půjčka pro MMF na záchranu krizí postižených zemí a stabilizaci eurozóny v hodnotě 200 miliard eur. Od ČR byla požadována finanční pomoc ve výši 3,5 miliardy eur, což je zhruba 89 miliard korun. Česká vláda ovšem odmítla poskytnout celou částku, jelikož v době, kdy se sama potýká s deficitem, který není schopna odstranit, by byl tento krok nezodpovědný, a proto přispěje pouze polovinou ve výši 1,5 miliard eur (téměř 38 miliard Kč) financovanou z devizových rezerv České národní banky.⁷³

Evropská centrální banka již investovala do záchrany evropského bankovního sektoru a tím i ohrožených zemí více než 983,7 miliardy eur (k lednu 2012). Z toho jen 538 mld. od poloviny roku 2011. Skoro bilion eur byl vynaložen na odkup vládních dluhopisů a na zvýhodněné dlouhodobé refinanční úvěry (tzv. LTRO).⁷⁴

Pokud nedojde k důslednému řešení krize ze strany politik jednotlivých postižených států, bude toto číslo vlivem prohlubující krize stále narůstat, aniž by se tím situace dlouhodobě vyřešila.

⁷² Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. NĚMEC, Jan. *Eurozóna: Poslední bitva vzplála*. Praha: Economia, a.s, 8.12.2011, roč. LV, č. 49. ISSN 1210-0714.

⁷³ IDNES. KOPECKÝ, Josef. Na záchranu eurozóny půjčí Česko jen 38 miliard. Unie chtěla o dost víc. [online]. 25.1.2012 [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://ekonomika.idnes.cz/na-zachranu-eurozony-pujci-cesko-jen-38-miliard-unie-chtela-o-dost-vic-1gw-/ekonomika.aspx?c=A120125_104118_ekonomika_kop>.

⁷⁴ Finmag. KOHOUT, Pavel. *MMF je v „akci záchrana eura“ jen fíkový list* [online]. 31. 1. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/mmf-je-v-akci-zachrana-eura-jen-fikovy-list/>>.

6. Vyhodnocení plnění konvergenčních kritérií

Vstup do eurozóny je neodmyslitelně spojen s Maastrichtskými (nominálními) konvergenčními kritérii, která musí každá země v EU, jež chce přijmout jednotnou měnu, bez výjimky splňovat. Neméně důležitá, ačkoli pro vstup nejsou natolik rozhodující jako ta nominální, jsou i kritéria reálné konvergence, včetně přizpůsobovacích mechanismů, jež mají plně nahradit národní měnovou ekonomiku.

Jednou z podmínek připojení se k Evropské unii je účastnit se třetí etapy Hospodářské a měnové unie a následně nahradit svou národní měnu eurem. Česká republika se po přistoupení stala jedním ze států, jež získali dočasný odklad k účasti právě ve třetím stadiu HMU. ČR se tím zařadila mezi tzv. členské státy, na které se vztahuje výjimka („Member States with a derogation“), jelikož nebyla v té době schopna dostát závazku plynoucího ze Smlouvy o evropské unii.

Je nutné podávat Radě alespoň jednou za dva roky zprávy o pokroku v plnění konvergenčních kritérií státy (Konvergenční zprávy), na něž se vztahuje výjimka. Současně s výsledky o uskutečňování HMU se posuzuje i slučitelnost právních předpisů a statutu národních bank s ECB. Dosahuje-li stát vysokého stupně udržitelné konvergence, je mu výjimka na základě hlasování zástupců států eurozóny a rozhodnutí Rady zrušena. Poté je stanoven přepočítací koeficient, jenž určuje, v jakém poměru nahradí euro národní měnu dotyčného státu. Spolu s ním přijme i další opatření nezbytná pro zavedení společné měny euro.

Státy s přechodnou výjimkou vstupu do eurozóny by se měli snažit v co nejkratším možném termínu společnou měnu euro zavést. Avšak stanovení termínu vstupu je na rozhodnutí každého státu a závisí na jeho připravenosti. Jelikož ČR zatím není členem eurozóny, je nutné vytvořit strategii přijetí eura, ze které vychází jednotlivé hospodářské politiky. Na základě Strategie přistoupení České republiky k eurozóně z roku 2003 navrhovala ČNB přistoupení kolem roku 2009-2010, ovšem ještě před vstupem do EU se hovořilo o roku 2007. Tato strategie nebyla naplněna, a proto v roce 2007 proběhla její aktualizace, v které nový plánovaný termín splnění kritérií nutných pro přijetí eura není určen.

Nezbytné pro přijetí eura v České republice je uvedení plnění fiskálních a monetárních kritérií do vzájemného souladu se zákroky provedenými v oblasti práva, technicko-organizační a institucionální. Právě přípravami zavedení eura a dalšími otázkami týkající se vytvoření potřebných legislativních norem, dokumentů a ostatních předpisů se v ČR zabývá Národní koordinační skupina (NKS) ustanovená vládou ČR. Z důvodu nestanovení závazného termínu převzetí jednotné měny jsou pozastaveny některé její činnosti, jejichž řešení by se mohlo v době zavádění eura zdát zastaralé, jako zákon o zavedení eura v ČR nebo o duálním označování spotřebitelských cen. Existují ale i činnosti NKS v kterých neaktuálnost nehrozí, např. v oblasti legislativy, informačních systémů, komunikace, ochrany spotřebitele aj., jež jsou řešeny v současnosti. Cílem je, aby po vyhlášení konečného data přistoupení k eurozóně byly tyto základní problémy vyřešeny a odstraněny případné nesrovnalosti.

Dosažené výsledky jejich práce jsou každoročně zveřejňovány ve Zprávách o plnění Národního plánu zavedení eura v České republice, které jsou aktualizací Národního plánu, kde jsou ustanoveny základní zásady, harmonogram a institucionální zajištění celého procesu přechodu z národní měny na jednotnou. Úkolem Národní koordinační skupiny je tedy pomocí svých zásahů a aktivit především zajistit bezproblémové zavedení jednotné měny euro v České republice.

6.1. Cenová stabilita

Plnění cenové stability patří mezi nejpřísněji sledovaná maastrichtská kritéria. Důraz na ni je kladen zejména pro správné fungování měnové politiky, jelikož nízká míra inflace je základem pro její správný chod. Jestliže se jednotlivé míry inflace v členských zemích dostatečně nepřibližují, tedy není zajištěna dostatečná konvergence, k průměru nejlepších tří členů, jednotná měnová politika nepůsobí na všechny členy stejným zamýšleným způsobem. Pro každého, který se odchyluje od průměru eurozóny, se stává tato měnová politika nevyhovující a má na stát spíše negativní dopady.

Ne všechny státy eurozóny toto kritérium dodržují. Česká republika ho naopak plní od vstupu do EU, kromě období 2007 - 2008, ale vlivem přistoupení k společné měnové politice a fixním kurzem by se míra inflace mohla zvednout.

Jednotlivé referenční hodnoty míry inflace určující kritérium cenové stability v období 2005 - 2014 znázorňuje následující tabulka 2.

Tabulka 2: Hodnoty cenové stability v letech 2005 - 2014 (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	1	1,4	1,3	2,6	0	0,9	1,6
Hodnota kritéria (1. řádek + 1,5 p.b.)	2,5	2,9	2,8	4,1	1,5	2,4	3,1
Česká republika	1,6	2,1	3	6,3	0,6	1,2	2,2

Predikce	2012	2013	2014
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	1,1	1,4	1,4
Hodnota kritéria (1. řádek + 1,5 p.b.)	2,6	2,9	2,9
Česká republika	3,4	1,6	2,1

Zdroj: Vlastní zpracování dle Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou z 2008-2011.

Kritérium bylo v roce 2007 na rozdíl od roku následujícího překročeno pouze o 0,2 %. K neplnění kritéria v roce 2007 přispěly především rostoucí ceny energií a potravin. Oproti tomu v roce 2008 byla míra inflace skoro třikrát větší nežli průměr EU, a překročila referenční hranici o více než 2 procentní body. To bylo způsobeno zejména v souvislosti se zavedením reformy veřejných financí a změnami v důsledku sladění s evropským právem, ale i značný nárůst cen komodit na světovém trhu.⁷⁵ Po uklidnění těchto mimořádných vlivů míra inflace opět poklesla pod stanovenou referenční hranici pro rok 2009. V tomto roce nastal také výrazný pokles HDP o 4,7 p. b. ve srovnání s rokem 2008. ČR ovšem nebyla ojedinělý případ, propad zaznamenaly veškeré státy Evropy, ale dokonce i USA nebo Japonsko.⁷⁶

Česká republika si stanovila nový národní inflační cíl platný od počátku roku 2010. Oproti původnímu cíli byl snížen o jednu třetinu, tedy z 3,0 % na 2,0 % s tolerančním rozmezím možného překročení skutečné inflace, které by nemělo být více než $\pm 1,0$ procentní bod. Stanovené rozmezí vytváří na základě cílů ostatních států EU celkem dobrý předpoklad, že cenové kritérium bude v budoucnu plněno. V tomto roce se míra inflace nedostala přes

⁷⁵ MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou* [online]. Vyd. 2008-12-16. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

⁷⁶ Eurostat. *Real GDP growth rate – volume* [online]. 13. 3. 2012. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>>

tuto nově stanovenou hranici České národní banky, dokonce ani nepřekročila referenční hodnotu kritéria.⁷⁷ Její hodnota zůstala 1,2 % pod hodnotou kritéria.

Inflace v roce 2011 oproti předchozímu roku vzrostla, a to jak v ČR, tak v EU. Její nárůst ovšem v celkovém ročním pohledu nebyl tak výrazný, jak se původně předpokládalo, odhadována byla až 3 % inflace spotřebitelských cen v EU, ale jen k hodnotě 1,6 %, což pro ČR znamenalo udržet svou inflaci menší než 3,1 %, což se jí s přehledem podařilo. Hlavním zdrojem nárůstu inflace oproti roku 2010 byly potraviny (zejména navýšení cen pečiva, cukru a másla) spolu s náklady na bydlení, vodu a energie. Navýšení světových cen ropy se v inflaci také odrazilo.

Narůstající ceny pohonných hmot a zvýšení snížené sazby DPH v České republice na 14 procent se zřejmě projeví na míře inflace v roce 2012, která se bude v průběhu roku zvyšovat, a s největší pravděpodobností nedodrží referenční hranici. Ve spotřebním koši je více než čtvrtina produktů se sníženou sazbou DPH a jejich cenová změna, i spolu s navýšením obchodních marží prodejců u tohoto zboží, dostane inflaci až za hranici tří procent. Následný cenový vývoj v letech 2013 - 2014 by se měl projevovat mírnou inflací, a tedy plněním tohoto kritéria i do budoucna.

Globální krize měla dopad i na míru inflace. Při pohledu na hodnoty v tabulce 2, jsou v porovnání EU s ČR vidět podobné výkyvy inflace. Její meziroční nárůst je viditelný zejména od počátku dluhové krize v Evropě, tedy v období od roku 2009, kdy se EU dostala do recese.

V té době poklesl hrubý domácí produkt České republiky o 4,1 p. b. spolu se zvyšující se mírou nezaměstnanosti na úrovni 8,0 %. V roce 2010 již je vidět zlepšení české ekonomické situace, také HDP meziročně vzrostlo o 2,3 p. b. avšak nezaměstnanost zaznamenala místo poklesu navýšení na 9,01 %.

Poměrně nízká cenová úroveň ČR v porovnání s průměrem EU se při pohledu v dlouhém období postupně sblíží, což je důležité pro nutnou sladěnost ekonomik Evropské unie. Nyní sladěnost představuje více než 69 %. Do roku 2016 by se spotřebitelské ceny měly dostat na 80 % úroveň cen současné eurozóny.

⁷⁷ MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2010* [online]. Vyd. 2010-12-22. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

Kritérium cenové stability Česká republika úspěšně plní od roku 2008, kdy se inflace dostala na svou nejvyšší hodnotu od přístupu k Evropské unii. Ovšem výhled pro rok 2012 již není tak optimistický a je předpokládáno překročení stanovené kritériální hranice. V následujících letech 2013 – 2014 by kritérium mělo být opět bez problémů plněno.

6.2. Veřejné finance

Dlouhodobá udržitelnost veřejných financí se skládá ze dvou částí, a to z rozpočtového kritéria a kritéria zadluženosti. V minulosti byl brán zřetel především na plnění prvního kritéria, tedy veřejných rozpočtů, v dnešní době je ale jasné, že i státní dluh by měl být důsledně kontrolován a plněn, jelikož je stejně významný jako vzniklý deficit státu.

Při nedodržování těchto fiskálních kritérií je řešení situace a další postup upraven v Paktu stability a růstu, který si jako hlavní cíl stanovuje dodržování rozpočtové disciplíny a nízkého zadlužení ve všech státech EU i po vstupu do eurozóny.

Plnění rozpočtového kritéria od roku 2005 jsou znázorněna v následující tabulce 3.

Tabulka 3: Saldo sektoru vládních institucí v letech 2005 - 2014 (v % HDP)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hodnota kritéria	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Česká republika	-3,6	-2,7	-1,0	-2,2	-5,8	-4,8	-3,7

Predikce	2012	2013	2014
Hodnota kritéria	-3,0	-3,0	-3,0
Česká republika	-3,5	-2,9	-1,9

Zdroj: Vlastní zpracování dle Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou z 2008-2011.

Požadovaná velikost deficitu veřejných financí je pro splnění kritéria maximálně 3 % HDP. Zejména v posledních letech není lehké pro ČR tuto hranici nepřekročit.

V prvních letech v EU se podařilo udržet vládní deficit pod stanovenou úrovní (kromě roku 2005). Ale jak je patrné z dalšího vývoje ukazatele, nebylo podniknuto dostatečné množství účinných kroků (např. vytvoření nových reforem, dodržování účinnějších fiskálních pravidel, aj.), které by zajistily dlouhodobou udržitelnost nízkého stavu vládního schodku.

Česká republika se před vstupem do EU potýkala s vysokým schodkem, právě proto od roku 2004 u ní byla zahájena procedura při nadměrném schodku, která byla v roce 2007 ukončena z důvodu splnění veškerých povinností související s touto procedurou (udržitelnost rozpočtů – v roce 2006 byl jeho podíl vůči HDP 2,7 %, následující rok dokonce poklesl o celých 1,7 p. b. na 1 % HDP). Až do roku 2009 bylo kritérium plněno.

Zhoršující se trend vývoje veřejných financí je patrný se začátkem krize eurozóny, která ovlivnila i českou ekonomiku. A to v období před začátkem krize byla určena predikce deficitu veřejných financí, která předpokládala dlouhodobé plnění kritéria okolo 1 % HDP, ta se však vlivem zhoršujících hospodářských podmínek, ekonomické recese a zpomalením růstu HDP nenaplnila. Deficit se vyšplhal až na 5,8 % HDP, tedy nárůstem o 3,6 p. b. oproti roku 2008 byla hranice překročena skoro o jednu tolik, než je nutné pro její splnění.

Pod úroveň tří procent, nutné ke splňování kritéria, se naměřené hodnoty vládního schodku, se v následujících letech Česká republika nedostala. Tímto bylo znovuobnoveno rozhodnutí o nadměrném schodku. Ačkoli se rozpočtový trend postupně snižuje na úroveň 3 %, stále není pokles dostatečný. Pečlivým provedením schválených rozpočtů se v roce 2010 oproti roku předcházejícím podařilo napravit schodek o celý 1 p. b., a tak snížit deficit vlády na úroveň 4,8 % HDP. Zlepšení bylo dosaženo poklesem mzdových výdajů, změny v dani z příjmů fyzických osob, výrazné škrty výdajů státních úřadů nebo omezením státní sociální podpory. V roce 2011 deficit poklesnul na 3,7 % HDP, což je 154 mld. Kč.

Předpoklad zlepšení vládního salda, až na hodnotu 1,9 % HDP (zhruba 84 mld. Kč) v roce 2014, je na základě optimistických prognóz očekáván ve střednědobém výhledu. Tato optimistická prognóza vychází z faktu, že tempo dovozu zboží bude o mnoho pomalejší nežli tempo růstu vývozu. Plněním kritéria od roku 2013 by měla být také zrušena Procedura při nadměrném schodku. Cílem ČR je dosáhnout do roku 2016 vyrovnaného rozpočtu ve výši 1 % HDP. Vše ale může být také negativně ovlivněno v důsledku kritického vývoje současné dluhové krize v eurozóně, která svými dopady ovlivní i hospodářství ČR.

V plnění požadavku na nízké zadlužení z dlouhodobého pohledu je ČR v porovnání s druhým fiskálním kritériem o poznání úspěšnější. Plnění kritéria vládního zadlužení znázorňuje následující tabulka 4.

Tabulka 4: Dluh sektoru vládních financí v letech 2005 - 2014 (v % HDP)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hodnota kritéria	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Česká republika	29,8	29,6	28,9	28,7	34,3	37,6	40,7

Predikce	2012	2013	2014
Hodnota kritéria	60,0	60,0	60,0
Česká republika	42,4	42,8	42,0

Zdroj: Vlastní zpracování dle Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou z 2008-2011.

Vládní dluh v závislosti na HDP se sice každým rokem zvyšuje, ale i tak má ještě dostatečně vysokou rezervu, než překročí referenční hodnotu 60 procent HDP. Nebudou-li však vyřešeny otázky týkající se stárnutí obyvatelstva, zejména provedení reforem zdravotnictví a důchodového systému, výše dluhu vzhledem k DPH bude stále narůstat.

Vzhledem k nízkému zadlužení při vstupu do EU, nemá ČR s plněním velké problémy. Ale i tak je znepokojující jeho, byť pomalý, meziroční nárůst. Do období propuknutí krize v Evropě v roce 2009 se dařilo vládní zadlužení stabilizovat na hodnotě kolem 29 % HDP, a to i díky probíhajícímu rychlému hospodářskému růstu. Právě v této době bylo aktuální otázkou vytvoření vhodných reforem, s jejichž pomocí se podaří vládní dluh stabilizovat v dlouhodobém horizontu.

Za posledních pár let se v důsledku pomalého hospodářského růstu a stoupaní vládního deficitu navyšoval podíl vládního dluhu na HDP a to v průměru o 3 p. b. HDP ročně. V roce 2011 činil vládní dluh 1499,4 mld. korun, což odpovídá 40,7 % HDP. Pro rok 2012 je očekávané vládní zadlužení ve výši 42,4 % HDP, to je přibližně o 2 procentní body vyšší než v předchozím roce. Ve střednědobém výhledu na období let 2013 – 2014 je předpokládáno, že růst vládního dluhu se postupně pozvolným klesáním pozastaví a ustálí se přibližně na úrovni 42 % (dluh bude mít stále rostoucí charakter, ale v poměru s rostoucím HDP bude mít v závěru klesající tendenci).

Plnění kritérií je nutné dodržovat i z dlouhodobého hlediska, nejenom jednorázově, zejména pro přijetí jednotné měny. Nejinak tomu je i u fiskálních kritérií. Avšak podmínku

dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí nebude pro Českou republiku do budoucna zřejmě lehké zajistit, protože poměr veřejného dluhu k HDP se meziročně stále zvyšuje. Největší riziko představuje vysoký nárůst osob důchodového věku v poměru s ekonomicky aktivním obyvatelstvem v následujících letech. Vlivem nárůstu výdajů na penze a zdravotní péči se HDP zvýší o několik procentních bodů. K celkovému zlepšení dlouhodobé udržitelnosti by měli vést provedená a reformní opatření připravovaná v loňském roce 2011.⁷⁸

Jelikož kritérium veřejných financí je splněno pouze v případě, že jsou dlouhodobě plněny obě části, tj. vládní deficit a současně kritérium vládního dluhu. Z toho důvodu Česká republika fiskální kritérium neplní, jelikož dlouhodobě překračuje stanovenou referenční hranici schodku veřejných financí, a zároveň se na ni vztahuje rozhodnutí Rady o existenci nadměrného schodku. Kritérium vládního dluhu je od přistoupení k EU vždy plněno, navíc s rezervou, která se postupem času začíná ztenčovat a je nutné jí věnovat čím dál více pozornosti.

6.3. Kurzová stabilita

Plnění kurzového kritéria je důležité, zejména po vyhlášení vstupu České republiky do kurzového mechanismu ERM II a stanovení centrální parity kurzu české koruny. Do té doby je jeho vyhodnocení považováno spíše za orientační. Česká republika se zatím ERM II neúčastní.

Pomocí centrální parity lze sledovat plnění kritéria, kurz by se totiž měl pohybovat ve flukтуаčním pásmu bez výrazných výkyvů a nejlépe co nejbliže k ní.

V grafu 5 je nastíněn vývoj měnového kurzu vzhledem k předpokládané úrovni centrální parity⁷⁹ za období 2007 – 2011, za předpokladu naší participace v ERM II.

Od vstupu do Evropské unie vykazuje měnový kurz převážně apreciační trend, kromě druhé poloviny roku 2008 a prvního kvartálu roku 2009, tedy v období světové krize.

⁷⁸ Ministerstvo financí ČR. *Konvergenční program České republiky – duben 2011* [online]. Praha, 2011. [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/konvergen_programy_61993.html>. ISSN 1804-798X.

⁷⁹ Hypotetická centrální parita je pro toto vyhodnocení určena na základě průměrných hodnot kurzu z prvního čtvrtletí 2009.

Do období krize kurz posílil zhruba o 10 Kč za euro a dokonce se odchýlil o více než 15 p. b. od stanovené centrální parity, tím nebylo dodrženo stanovené flukтуаční rozpětí. Kurz tedy z 33 Kč za euro v roce 2004 posílil až k 23 Kč za euro. To bylo výhodné zejména pro spotřebitele, jelikož hodnota importovaného zboží se snížila a mohli nakupovat levněji. Jinak tomu bylo u českých vývozců, kterým poklesly výnosy ze své vyexportované produkce.

Graf 5: Nominální měnový kurz CZK/EUR v období 2007 - 2011



Zdroj: MF ČR. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2011 [online]. Vyd. 2011-12-14. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html.

Po prvních nepříznivých projevech krize na světových trzích kurz začal pomalu oslabovat. Čím více se krize na světových trzích prohlubovala, tím více nominální kurz deprecioval, a to dokonce o více než 6 Kč za euro (o 23 %). Od března 2009 je v grafu 5 viditelný posun kurzu směrem nahoru způsobený silnou apreciací koruny vůči euru. Tendence k posilování nominální hodnoty kurzu trvala i v průběhu roku 2010 a 2011. V roce 2011 se koruna průměrně prodávala na devizovém trhu za 24,586 CZK/EUR, což je navýšení o 2,8 % oproti roku 2010.

Průměrný kurz zaznamenal v období krize poměrně výrazné odchylky, proto by se dalo říci, že podmínku dlouhodobé kurzové stability v pohybu blízko centrální parity by zřejmě nesplnil. V poslední době se ovšem koruna vůči euru stále zhodnocuje a kolísání je menší než $\pm 15\%$ pásmo. Proto je předpokládáno, že toto kritérium bude dále plněno i do budoucna, a tím nebude ohrožen vstup do ERM II z hlediska nedodržení kurzové stability.

6.4. Konvergence úrokových sazeb

Toto kritérium je vyhodnocováno na základě porovnání průměrných ročních úrokových měr těch států, u nichž se zároveň určovalo cenové kritérium, s úrokovou mírou ČR.

Plnění konvergence úrokových sazeb za období 2005 – 2014 je znázorněno v tabulce 5.

Tabulka 5: Dlouhodobé úrokové sazby pro konvergenční účely (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	3,4	4,2	4,4	4,2	3,9	4,0	3,3
Hodnota kriteria (1. řádek + 2,0 p.b.)	5,4	6,2	6,4	6,2	5,9	6,0	5,3
Česká republika	3,5	3,8	4,3	4,6	4,8	4,2	3,7

Predikce	2012	2013	2014
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	3,6	3,2	3,1
Hodnota kriteria (1. řádek + 2,0 p.b.)	5,6	5,2	5,1
Česká republika	3,7	3,0	4,2

Zdroj: Vlastní zpracování dle Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou z 2008-2011.

Česká republika kritérium důsledně plní již od roku 2004, tedy od vstupu do EU. Navíc je z tabulky vidět, že výše úrokové sazby je převážně srovnatelná s úrokovou sazbou těch třech států, podle nichž je kritérium hodnoceno. I přes postupné navyšování výnosů obligací bylo kritérium stále plněno.

Do roku 2009 úrokové sazby stále nepatrně rostly. Navýšení zhruba o 1 p. b. do tohoto roku bylo následkem snížené důvěryschopnosti ve finanční trhy a vlivem světové krize. V následujících letech 2010 – 2012 je zobrazen očekávaný pokles, z důvodu snížení rizikových prémie a následné ustálení úrokových sazeb na hodnotě 3,7 %.

Při nedodržování desetiletých úrokových sazeb pod konvergenční hranicí, by mohlo znamenat nejen pro Českou republiku snížení hodnocení ratingu (ten se nyní stabilně nachází na dobré úrovni, dle Standard & Poor's AA-), či navýšení rizikové prémie u vládních dluhopisů, což by vedlo k zvýšení úroků.⁸⁰

⁸⁰ MF ČR. Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2008 [online]. Vyd. 2008-12-16. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

ČR kritérium splňuje. Podle výhledu ČNB není v následujících letech predikována výraznější změna úrokových sazeb, a tím znesnadnění v plnění kritéria.

6.5. Reálná konvergence

Na jaké fázi konvergence se země v porovnání s eurozónou nachází, lze zjistit podle ukazatelů výkonnosti ekonomiky. Jde zejména o porovnání dosažených úrovní HDP na obyvatele, úroveň produktivity práce a využití dalších výrobních faktorů. Na jejich vývoj za posledních pár let měla veliký dopad světová finanční krize a především dluhová krize eurozóny.

Česká ekonomika se z dlouhodobého hlediska přibližuje k ekonomické úrovni eurozóny. Avšak v důsledku nízkého růstu HDP na obyvatele, oproti období před dluhovou krizí, dochází ke stagnaci tohoto přiblížení. Konvergence dosahuje asi 75% úrovně HDP měnové unie.

Z hlediska sladění produktivity práce České republiky s eurozónou se dá říci, že k výraznému zlepšení nedochází. Pružnosti mezd se nezvýšila, i přes snížení rozdílů mezi minimální a průměrnou mzdou. Mzdová úroveň se nachází podle parity kupní síly na 54 % průměru eurozóny. Ke zlepšení došlo v regionálních rozdílech v míře nezaměstnanosti, které se snížily.

Překážkou v přijetí eura není ani míra otevřenosti české ekonomiky a vysoká spolupráce v rámci obchodu s eurozónou. Pozitivní je i fakt, že míra inflace a nominální úrokové sazby vykazují dlouhodobou sladěnost s eurozónou. Zároveň i český finanční sektor vykazuje silnou konvergenci i přes mírné zhoršení během krize. V České republice dochází k čím dál většímu sladění hospodářských cyklů s eurozónou, vzájemná konvergence se za posledních pár let výrazně zvýšila a je plněna dlouhodobě.⁸¹

⁸¹ MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2011* [online]. Vyd. 2011-12-14. [cit. 2012-03-23]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

6.6. Předpokládaný termín zavedení eura v ČR

Připojení České republiky k EU bylo prospěšné, jelikož díky tomu mohla přímo čerpat výhody společného trhu, ke kterým patří volný pohyb zboží, služeb, kapitálu a osob na jejím území a později zejména přínosy jednotné měny. Ponechání národní měny ve srovnání s eurem ovšem má také své plusy.

Vstupem do měnové unie se posílí zahraniční obchod a zároveň zvýší možnost investic. Zavedením eura je zabráněno případnému kurzovému kolísání, které by mohlo negativně ovlivňovat národní ekonomiky. Podnikům se tak sníží náklady spojené s neočekávaným pohybem měnových kurzů (snížení kurzového rizika). Zároveň odpadají transakční náklady spojené s převodem měn či držení valut v různých měnách. Zjednodušení nastane i v účetnictví, které se již nemusí vést v několika měnách. Je zde i velká pravděpodobnost, že se sníží míra inflace u zemí, jež dosahovala vysokých hodnot, a zlepší se rozpočtová disciplína členských zemí. Zvýšenou mobilitou pracovních sil se sníží také míra nezaměstnanosti. Přijetím eura se vlivem vyjádření cen ve stejné měně zajistí mezinárodní srovnatelnost při stejných tržních podmínkách.⁸²

Mezi nevýhody spojených se vstupem do eurozóny lze zařadit v první řadě omezenou národní suverenitu v měnové politice (ztráta měnové a kurzové politiky). Jako nemalé náklady lze určit ty, které jsou spojené se zavedením nové měny v ČR, jako přecenění zboží, vydání aktuálních ceníků, upravení informačních systémů či například zaškolení zaměstnanců.⁸³ Nedostatečná sladěnost ekonomik může mít asymetrické dopady.

Na základě současného vývoje a předpovědi plnění kritérií ve výhledu několika let lze přibližně určit předpokládaný termín vstupu do eurozóny. Pro letošní rok 2012 se ČNB domnívá, že míra inflace překročí referenční hranici. V následujících letech by cenové kritérium mělo být bez větších problémů plněno. Kritérium vládního rozpočtu se potýká s podobným problémem. Do roku 2012 stále překračuje tříprocentní hranici, ale s klesajícím trendem. Od roku 2013 by se výše rozpočtů již měla pohybovat pod hodnotou kritéria. Toto kritérium není snadné pro ČR plnit. Procedura při nadměrném schodku by měla být ukončena v roce 2013, jestliže se ČR podaří snížit deficit důvěryhodným

⁸² CIHELKOVÁ, E., KUNEŠOVÁ, H., *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*, s. 201 – 202.

⁸³ EUROSKOP. BYDŽOVSKÁ, Marie. *Euro v ČR* [online]. [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://www.euroskop.cz/786/sekce/euro-v-cr/>.

a dlouhodobě udržitelným způsobem. V následujících letech je předpokládáno plnění kritéria v závislosti na stanoveném střednědobém cíli dosáhnout do roku 2016 vyrovnaného deficitu 1 % HDP.

Druhé z fiskálních kritérií, kterým je dluh vládních institucí, udržuje ČR i přes nepatrný růst stále ve stanovených mezích, tedy nepřekračuje 60 % HDP. Navíc má stále vysokou rezervu proti neplnění. Avšak kritérium veřejných financí je splněno pouze za předpokladu, že obě kritéria, tedy vládní zadlužení i schodek, jsou dlouhodobě plněny. Rozpočtové kritérium plněno není, jelikož překračuje referenční hranici a vztahuje se na něj tudíž rozhodnutí o existenci nadměrného schodku, které má být do roku 2013 po snížení schodku ukončeno.

Pro vstup do eurozóny je nutné pro členský stát být zapojen alespoň 2 roky v kurzovém měnovém mechanismu ERM II za současného úspěšného splnění podmínek daných kurzovým kritériem. Česká republika zatím k ERM II není připojena, proto ještě toto kritérium není formálně vyhodnocováno. Ale podle orientačního vyhodnocení nemá ČR s plněním v poslední době výraznější problémy.

Poslední kritérium konvergence dlouhodobých úrokových sazeb je po celou dobu ČR v EU plněno. Dokonce je v poslední době výše úroků desetiletých dluhopisů na srovnatelné úrovni s německou ekonomikou. Ve výhledu do roku 2014 je vidět navýšení úroků, ale i tak je kritérium splněno. Zároveň s kritériem reálné konvergence česká ekonomika nemá velké problémy a z dlouhodobého hlediska se přibližuje k ekonomické úrovni eurozóny.

Česká republika splňuje k roku 2011 dvě ze 4 kritérií. Největší problém má s vysokým deficitem veřejných financí, který ale na základě rozhodnutí Rady o nadměrném schodku sníží pod stanovenou hranici a následně až k 1 % HDP k roku 2016, čímž bude naplněn dlouhodobý cíl.

Kurzové kritérium nemůže země plnit, jelikož ještě nevstoupila do mechanismu ERM II. Podle predikce vývoje se bude kurz koruny i nadále pohybovat ve stanoveném fluktuálním pásmu od předpokládané centrální parity, dá se tedy říci, že pokud by se kritérium stanovovalo formálně, bude ho ČR splňovat i dlouhodobě.

Ostatní kritéria, tedy dosažení vysokého stupně cenové stability, konvergence úrokových sazeb a nízkého vládního zadlužení jsou aktuálně plněna, a tento trend je předpokládán i v budoucnosti, kromě překročení hranice zvýšenou mírou inflace v roce 2012.

Pokud by tedy vstoupila Česká republika v rámci plnění ostatních kritérií do ERM II k 1. lednu 2014, byl by nejdříve možný termín zavedení eura počátkem roku 2016.

Avšak i přes současné plnění kritéria kurzové stability zatím není doporučováno ČR vstupovat do mechanismu ERM II dokud nebude splňovat i ostatní nominální i reálná konvergenční kritéria, a také dokud neodezní dluhová krize a s tím spojená recese v EU. ČNB spolu s Ministerstvem financí nedoporučuje vládě zatím stanovovat termín pro přijetí ČR do eurozóny z důvodu přítomnosti určitých problematických míst, zejména nutné reformy veřejných financí a pružnosti české ekonomiky.

Podle Konvergenční zprávy z roku 2011 dostala Česká republika doporučení prozatím nestanovovat cílové datum vstupu do eurozóny z důvodu nepříznivé situace v eurozóně a nedostatečné připravenosti české ekonomiky.

7. Závěr

Projekt jednotné měny euro znamená pro Evropskou unii zvýšení integračního stupně hospodářské unie, a dělá z ní tak nejrozvinutější regionální koncentraci států na světě. Euro má za úkol propojit státy Evropské unie ve smyslu zjednodušení volného pohybu výrobních faktorů, osob i finančních zdrojů.

Kvůli rozdílné hospodářské úrovni států je však nezbytné sladění jejich ekonomické výkonnosti pomocí čtyř konvergenčních kritérií, ustanovených v tzv. Maastrichtské smlouvě. Těmito kritérii jsou dodržení vysokého stupně cenové stability, stabilita měnového kurzu a stálá konvergence úrokových sazeb. Součástí jsou i jedny z nejvíce diskutovaných kritérií, a to udržení vládního deficitu a zadlužení dlouhodobě pod stanovenými hranicemi, které jsou součástí fiskálního kritéria.

Ekonomická krize z roku 2007, která rázem přerostla do dluhové krize, prudce zasáhla státy eurozóny potýkající se s dlouhodobými strukturálními problémy a negativně tak ovlivnila ekonomický vývoj zemí eurozóny, potažmo celé Evropské unie. Ani ekonomická situace v letošním roce 2012 nebude pro eurozónu příliš optimistická. Období recese spojené se zhoršující se hospodářskou úrovní států, dalším prohlubováním dluhů a s tím spojeným snižováním ratingů, které následně činí financování státních dluhů nákladnější, bude zřejmě bez progresivních změn pokračovat i nadále.

Pro záchranu měnové unie je důležitá především fiskální disciplína veškerých jejích států, která by měla být prioritou současné politiky EU. Ale i přes její významnost dosud není dostatečně dodržována a brána na zřetel. V boji proti zadlužení je navíc důležité pečlivě sledovat vývoj konkurenceschopnosti a makroekonomické nerovnováhy.

Záchranné fondy nejsou v dnešní době schopny poskytovat půjčky nutné k pokrytí všech dluhů států PIIGS, natožpak nových a stále narůstajících dluhů, které v následujících obdobích přibudou bez důsledného dodržování fiskálních pravidel. Veškerá dlouhodobá úsporná opatření k snížení státních deficitů, nové reformy vedoucí k úspoře peněz a snižování nákladů by měly být prvním krokem ke zlepšení situace v eurozóně.

Kvůli zmíněným problémům států eurozóny se v současnosti zdá projekt eura dosti ambiciózní. Otázkou tedy zůstává, zda by se Česká republika měla stát součástí měnové

unie za podmínek, které v ní právě jsou. Před jejím vstupem by měl být nejdříve vyřešen problém s dodržováním fiskálních kritérií eurozónou a zároveň zastavení dalšího prohlubování dluhové krize. Přistoupení České republiky k eurozóně a zavedení společné měny však může znamenat jeden ze zásadních okamžiků ve vývoji české ekonomiky.

Vzhledem k tomu, že Česká republika patří mezi exportní ekonomiky a více než 60 % obchodu se uskuteční v rámci Evropské unie (nejvíce se sousedním Německem), byl by vstup do eurozóny výhodný, a to nejen pro české exportéry, kteří by těžili z absence současného kurzového rizika a případných ztrát, které jsou zesíleny apreciačním trendem měnového kurzu české koruny vůči euru.

Proto, aby se Česká republika nedostala do obdobných problémů jako některé státy eurozóny, je nutné věnovat vysokou pozornost vzájemnému sladění české ekonomiky a ekonomikou eurozóny.

Kritéria, jež mají tuto vzájemnou konvergenci zajistit, jsou v současné době převážně plněna. Požadavek na udržení stabilní cenové hladiny bude v letošním roce vlivem administrativních úprav nedodržen, avšak v následujících letech bude jeho plnění bez problémů zajištěno.

Měnové kritérium nelze do doby vstupu do kurzového mechanismu ERM II formálně vyhodnocovat. Pokud by však byla ČR v současné době jeho součástí, kritérium by bylo plněno, a i nadále by i přes trend posilování koruny nebylo plnění kritéria ohroženo.

Největším problémem pro Českou republiku je dodržování rozpočtového kritéria. Důkazem je podrobení Proceduře o nadměrném schodku, po jejímž ukončení by měla být ekonomika při nezhoršené ekonomické situaci eurozóny, dostatečně připravena (za dodržení kritéria vysokého stupně reálné konvergence) na dvouleté setrvání v ERM II. Oproti tomu druhá část fiskálního kritéria je dlouhodobě dodržována. Podíl vládního dluhu vůči DPH se bude pohybovat v udržitelné úrovni i v dalších letech.

Problém není ani u kritéria dlouhodobých úrokových sazeb. I přes nepříznivé situace na finančních trzích, toto kritérium bude plněno i nadále.

Nenastane-li problém s plněním nominálních a zároveň reálných kritérií v následujících letech, zejména možným zhoršením ekonomického vývoje dluhové krize v eurozóně,

nemělo by nic bránit ČR vstoupit do měnové unie. Pravděpodobný scénář přijetí eura Českou republikou se pohybuje v horizontu 5 – 7 let. Přijetí jednotné měny by přineslo České republice více výhod, nežli nevýhod a rizik plynoucích z tohoto přistoupení. Pokud bude v době vstupu do eurozóny navíc náležitě připravena, bude tento krok pro ni jenom přínosem.

Podle doporučení ČNB by ovšem Česká republika prozatím neměla vstupovat do eurozóny, tedy ani usilovat v letošním roce o přijetí do ERM II. Aktuální složitá situace v eurozóně a na světových finančních trzích není dostatečně příznivá pro nahrazení české koruny za jednotnou měnu euro. V současnosti tedy není stanoveno přesné ani přibližné datum vstupu České republiky do eurozóny.

8. Seznam použitých zdrojů

Tištěné zdroje

CESifo World Economic Survey (WES). *ICC Special Question: Impact on the World economy should the Eurozone collapse*. Munich, Germany: Ifo institute. February 2012, vol. 11, No. 1. ISSN 1630-6012.

CIHELKOVÁ, Eva, KUNEŠOVÁ, Hana. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 2. doplněné a přepracované vyd., Praha: C. H. Beck, 2006. 319 s. ISBN 80-7179-455-4.

FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. české vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 160 s. ISBN 978-80-902831-1-4.

HELÍSEK, Mojmir a kol. *Euro v ČR z pohledu ekonomů*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk s. r. o., 2009. 208 s. ISBN 978-80-7380-182-3.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Podnik v časech krize*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2010. 206 s. ISBN 978-80-247-3136-0.

KLVAČOVÁ, Eva, MRÁČEK, Karel, MALÝ, Jiří a kol. *Světová ekonomická krize: příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. 101 s. ISBN 978-80-7431-012-6.

NĚMEC, Jan. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. Evropa schválila další pomoc Řekům*. Praha: Economia, a.s, 15. 3. 2012, roč. LVI, č. 11. s. 16. ISSN 1210-0714

NĚMEC, Jan. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. Eurozóna: Poslední bitva vzplála*. Praha: Economia, a.s, 8.12.2011, roč. LV, č. 49. ISSN 1210-0714.

PELIKÁN, Antonín a kol. *Evropská integrace a Česká republika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2009. 144 s. ISBN 978-80-247-2849-0.

ROZMAJZL, Lukáš. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin. ECB hledá recept, kudy z dluhových špaget*. Praha: Economia, a.s, 24.11.2011, roč. LV, č. 47. ISSN 1210-0714.

SYCHRA, Zdeněk. *Jednotná evropská měna: Realizace hospodářské a měnové unie v EU*. 1.vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2009. 291 s. ISBN 978-80-210-5082-2.

Elektronické zdroje

Bussiness Info. Irsko: Finanční a daňový sektor [online]. [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/irsko-financni-a-danovy-sektor/5/1000785/#sec3>>.

Česká televize – ČTK, Reuters. *S&P zhoršila rating devíti zemím eurozóny* [online]. Brusel: 13. 1. 2012 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/160412-s-p-zhorsila-rating-deviti-zemim-eurozony/>>.

Česká televize – ČTK, Reuters. *Snížení ratingu zemí EU může být hrozbou i signálem k větší spolupráci* [online]. Brusel: 14. 1. 2012 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/160478-snizeni-ratingu-zemi-eu-muze-byt-hrozbou-i-signalem-k-vetsi-spolupraci/>>.

ČNB. Aktuální kurz devizového trhu dle České národní banky k 15. 2. 2012 [online]. [Cit. 2012-02-15]. Dostupné z: <www.cnb.cz>.

ČNB. *Globální ekonomický výhled – únor 2012* [online]. [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2012_02.pdf>.

ČNB. *Kritéria konvergence* [online]. [cit. 2012-01-06]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

ČNB. *Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium* [online]. [Cit. 2012-02-15]. 2003. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategie_dokumenty/download/ermII_15_07_2003.pdf>.

ČNB. *Statistika čtvrtletních finančních účtů – metodika* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/stat_fin_uctu/download/QFA_metodika_cz.pdf>.

ECB. *Kritéria konvergence* [online]. [Cit. 2011-12-22]. Dostupné z: <<http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.cs.html>>.

ECB. *Protokol o kritériích konvergence* [online]. [Cit. 2011-11-28]. 2008 (Revize 1). Dostupné z: <http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/cs_protocol_13_from_c_11520080509cs02010328.pdf>

Euractiv. *Záchranný balíček je „férový“*. *Lisabon se ale recesi nevyhne* [online]. 6. 5. 2012 [cit. 2012-03-11]. Dostupné z: <<http://www.euractiv.cz/ekonomika-aeuro/clanek/zachranny-balicek-je-ferovy-portugalsko-se-ale-recesi-nevyhne-008740>>.

Euroskop. BYDŽOVSKÁ, Marie. *Euro v ČR* [online]. [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <<http://www.euroskop.cz/786/sekce/euro-v-cr/>>.

Euroskop. *Řecko pokračuje na cestě ke katastrofě* [online]. 22. 2. 2012 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <<http://www.euroskop.cz/8959/20363/clanek/ft-recko-pokracuje-na-cestech-ke-katastrofe/>>.

Eurostat. *News release euro indicators 20/2012* [online]. 6. 2. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/EN/2-06022012-AP-EN.PDF>.

Eurostat. *Real GDP growth rate – volume* [online]. 13. 3. 2012. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>>.

Evropská komise. *Hospodářské a finanční věci – otázky a odpovědi* [online]. [Cit. 2011-12-26]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/questions_cs.htm#>.

Evropská komise. *Měření inflace v EU* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/measuring_cs.htm>.

Evropská komise. *Nariadení evropského parlamentu a rady o Evropském systému národních a regionálních účtů v Evropské unii* [online]. [Cit. 2012-01-12]. Dostupné z: <<http://register.consilium.europa.eu/pdf/cs/11/st05/st05053.cs11.pdf>>.

Evropská komise. *Pakt o stabilitě a růstu* [online]. [cit. 2012-02-21]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_cs.htm>.

Fakebug. *GIPSI – aneb jak budou postupně krachovat země PIIGS* [online]. 10. 1. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <<http://www.fakebug.cz/ekonomie-hospodarstvi/dluhy-uroky-statu/gipsi-aneb-jak-budou-postupne-krachovat-zeme-piigs/>>.

Fakebuk. *Aktuální výnosy ze státních dluhopisů* [online]. 27. 12. 2011 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <<http://www.fakebug.cz/ekonomie-hospodarstvi/dluhy-uroky-statu/aktualni-vynosy-statnich-dluhopisu/>>.

Finmag. KOHOUT, Pavel. *MMF je v „akci záchrana eura“ jen fíkový list* [online]. 31. 1. 2012 [cit. 2012-03-18]. Dostupné z: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/mmf-je-v-akci-zachrana-eura-jen-fikovy-list/>>.

IDNES. KOPECKÝ, Josef. *Na záchranu eurozóny půjčí Česko jen 38 miliard. Unie chtěla o dost víc.* [online]. 25.1.2012 [cit. 2012-03-13]. Dostupné z:<http://ekonomika.idnes.cz/na-zachranu-eurozony-pujci-cesko-jen-38-miliard-unie-chtela-o-dost-vic-1gw/ekonomika.aspx?c=A120125_104118_ekonomika_kop>.

Investiční web. *5 pádných důvodů, proč Itálie není Řecko* [online]. 10. 11. 2011 [cit. 2012-03-19]. Dostupné z: <<http://www.investicniweb.cz/ekonomika/2011/11/10/clanky/5-padnych-duvodu-proc-italie-neni-recko/>>.

Lidovky.cz. *Česko váhá. Nečas odmítl smlouvu na záchranu eura* [online]. Brusel: ČTK, 9.12.2011 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <http://byznys.lidovky.cz/cesko-vaha-necas-odmitl-smlouvu-na-zachranu-eura-fuq-/firmy-trhy.asp?c=A111209_071700_firmy-trhy_jkz>.

MF ČR. *Konvergenční program České republiky – duben 2011* [online]. Praha, 2011. [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/konvergen_programy_61993.html>. ISSN 1804-798X

MF ČR. *Konvergenční program ČR. Záměry a cíle hospodářské politiky* [online]. Vyd.2011-05-05. [cit. 2012-02-25]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Konvergenčni-program-CR_2011-04_cast-1_pdf.pdf>.

MF ČR. *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou* [online]. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_vyh_maastricht_kriterii.html>.

MF ČR. Fiscal Data for the Czech Republic [online]. Edit. 15. 3. 2012 [cit. 2012-03-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/central_govern_debt_24725.html>

News. *Eurozone debt web: Who owes what to whom?* [online]. 18. 11. 2011 [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <<http://www.bbc.co.uk/news/business-15748696>>.

Novinky. *Z Řecka je rozvojová země, letos na tom může být hůř než Bangladěš* [online] Berlín: ČTK. 13.3.2012. [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/261719-z-recka-je-rozvojova-zeme-letos-na-tom-muze-byt-hur-nez-banglades.html>>.

Pro investory. DVOŘÁK, Jan. *Kdy a jak končí krize zadlužených zemí?* [online]. 18. 7. 2011 [cit. 2012-03-10]. Dostupné z: <<http://proinvestory.cz/kdy-skonci-krize-zadluzeni-zemi>>.

Pro investory. DVOŘÁK, Jan. *Kolik času si Řecko koupilo?* [online]. 22. 2. 2012 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://proinvestory.cz/kolik-casu-si-recko-koupilo>>.

Pro investory. *Výnosy státních dluhopisů s skutečně placené úroky* [online]. 19.12.2011 [2012-03-16]. Dostupné z: <<http://zpravy.kurzy.cz/299240-vynosy-statnich-dluhopisu-s-skutecne-placene-uroky/>>.

Project syndicate: A Word of ideas. EL-ERIAN, Mohamed A.. *Evropská centrální banka na vlnách nejistoty* [online]. Newport Beach, 16.8.2011. [cit. 2012-03-12]. Dostupné z: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/elerian8/Czech>>.

Zavedení eura v České republice. *Návrhy Evropské komise k posílení Paktu o stabilitě a růstu* [online]. Edit. 2010-10-26. [cit. 2012-02-21]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/index_1618.html>.

Zavedení eura V České republice. *Podmínky pro přijetí eura* [online]. [Cit. 2011-11-28]. Dostupné z: <http://www.zavedenieuracz/cps/rde/xchg/euro/xsl/euro_podmin_prijeti.html>