



ANALÝZA A POUČENÍ Z DLUHOVÝCH KRIZÍ V KONTEXTU SOUDOBÉ DLUHOVÉ KRIZE

Diplomová práce

Studijní program: N6209 – Systémové inženýrství a informatika

Studijní obor: 6209T021 – Manažerská informatika

Autor práce: **Bc. Jan Vrabec**

Vedoucí práce: PhDr. Ing. Lenka Sojková, Ph.D.





ANALYSIS AND LESSONS FROM THE DEBT CRISIS IN THE CONTEXT OF CONTEMPORARY DEBT CRISIS

Diploma thesis

Study programme: N6209 – System Engineering and Informatics

Study branch: 6209T021 – Managerial Informatics

Author: **Bc. Jan Vrabec**

Supervisor: PhDr. Ing. Lenka Sojková, Ph.D.



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jan Vrabec**
Osobní číslo: **E11000089**
Studijní program: **N6209 Systémové inženýrství a informatika**
Studijní obor: **Manažerská informatika**
Název tématu: **Analýza a poučení z dluhových krizí v kontextu soudobé dluhové krize**
Zadávací katedra: **Katedra ekonomie**

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

1. Stanovení cílů práce, formulace výzkumných předpokladů případně hypotéz
2. Charakteristika základních pojmů
3. Vývoj dluhové krize na evropském kontinentu
4. Asymetrie informací v kontextu dluhové krize
5. Dopady dluhové krize na exportní možnosti podniku
6. Formulace závěrů, ověření výzkumných předpokladů případně hypotéz

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **65 normostran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

FERGUSON, N. The Ascent of Money: A Financial History of the World. London: Allen Lane, 2008. ISBN 978-1-84614-106-5.

JANÁČKOVÁ, S. Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa. Praha: Centrum pro ekonomii a politiku, 2011. ISBN 978-80-86547-95-4.

KOHOUT, P. Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4019-5.

KRUGMAN, P. Návrat ekonomické krize. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 978-80-7021-984-3.

LAGARDE, C. How the G20 can Prevent another Financial Crisis. FT. Com, 2011. ProQuest Central.

ROUBINI, N. and S. MIHM. Krizová ekonomie. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4102-4.

SOROS, G. The New Paradigm for Financial Markets. PublicAffaris, 2008. ISBN 978-15-8648-683-9.

Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Vedoucí diplomové práce:

PhDr. Ing. Lenka Sojková, Ph.D.

Katedra ekonomie

Konzultant diplomové práce:

Ing. Jan Novotný, M.A., Ph.D.

Cass Business School, City University London

Datum zadání diplomové práce:

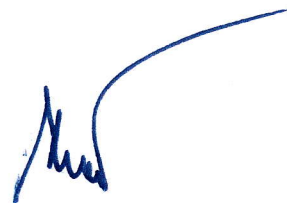
31. října 2013

Termín odevzdání diplomové práce:

7. května 2014



doc. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
děkan



prof. Ing. Jiří Kraft, CSc.
vedoucí katedry

V Liberci dne 31. října 2013

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

Anotace

Předmětem diplomové práce je analýza a poučení z dluhových krizí v kontextu současné evropské dluhové krize. Práce vychází z historického kontextu nejvýznamnějších dluhových krizí, u nichž identifikuje společné rysy pro soudobou dluhovou krizi v eurozóně a nutná teoretická východiska pro následující rozbor soudobé krize. Pro analýzu současné dluhové krize byly vybrány státy eurozóny, které krize zasáhla nejvíce. S ohledem na asymetrii informací a možnosti morálního hazardu při řešení krize ze strany státu a nadnárodních institucí práce analyzuje průběh dluhové krize za pomoci systémového přístupu. Systémový přístup pomáhá analyzovat krizi jako komplexní systém, v kterém působí jednotlivé subjekty. Dále autor práce posuzuje možný dopad dluhové krize na exportní možnosti společnosti LINET. Výsledkem práce je autorův návrh na zlepšení sanace problematických finančních institucí a omezení morálního hazardu.

Klíčová slova

Dluhová krize, EMU, ECB, export, finanční trhy, morální hazard, systémový přístup.

Annotation

The aim of this thesis is to analyse and learn from debt crises in the context of the contemporary European debt crisis. The document is based on the historical context of the most significant debt crises, in which it identifies the common features for the current debt crisis in the Eurozone, and the essential theoretical background for subsequent analysis of the current crisis. In order to analyse the current debt crisis, Eurozone countries that were most affected by the crisis were chosen. Given the asymmetrical nature of the information, and the possibility of moral hazard in the resolution of the crisis from the side of the nations and multinational institutions, the document analyses the course of the debt crisis using a systems approach. The systems approach helps to analyse the crisis as a complex system with a number of individual subjects. Additionally, the author also assesses the possible impact of the debt crisis on the export opportunities of the company, LINET. The work concludes with the author's recommendation for improving the rehabilitation of problematic financial institutions and limiting moral hazard.

Key Words

Debt crisis, financial markets, ECB, EMU, moral hazard, system approach.

Obsah

Seznam obrázků.....	10
Seznam tabulek.....	11
Seznam zkratek.....	12
Úvod.....	13
1. Vymezení základních pojmů	14
1.1 Dělení finančních krizí.....	15
2. Historie a charakteristika dluhových krizí	24
2.1 První dluhy.....	24
2.2 Axiální věk.....	25
2.3 Středověk	25
2.4 Období velkých kapitalistických říší	26
2.5 Krize ve 20. století	29
2.6 Charakteristika veřejného dluhu v kontextu dnešní doby.....	35
3. Vývoj dluhové krize na evropském kontinentu	41
3.1 Prvotní příčiny současné evropské dluhové krize.....	41
3.2 Průběh krize v Řecku	44
3.3 Průběh krize v Irsku	51
3.4 Průběh krize v Portugalsku	57
3.5 Průběh krize ve Španělsku	63
3.6 Průběh krize v Itálii.....	69
3.7 Průběh krize na Kypru	75
3.8 Opatření přijatá v průběhu krize na evropském kontinentu.....	76
4. Asymetrie informací v kontextu současné dluhové krize	78
4.1 Teorie komplexních systémů a komplexní ekonomie	78
4.2 Dluhová krize jako komplexní systém.....	81
4.3 Nerovnováha uvnitř měnové unie	84
4.4 Morální hazard a současná dluhová krize.....	86
5. Dopad dluhové krize na exportní možnosti podniku	90
5.1 Historie společnosti LINET	91

5.2	Charakteristika trhu z pohledu společnosti LINET	92
5.3	Dluhová krize a společnost LINET.....	96
5.4	Současný vývoj	98
	Závěr	100
	Seznam použité literatury	107
	Seznam příloh	113

Seznam obrázků

<i>Obrázek 1: Začarovaný kruh krize</i>	17
<i>Obrázek 2: Schéma rozdělení příčin bankovní krize</i>	21
<i>Obrázek 3: Vznik systematické krize zapříčiněné dluhovým problémem</i>	23
<i>Obrázek 4: Veřejný dluh v poměru k HDP vybraných zemí eurozóny</i>	42
<i>Obrázek 5: Rozpočtový deficit Řecka k HDP</i>	45
<i>Obrázek 6: Veřejný dluh Řecka k HDP</i>	46
<i>Obrázek 7: Výnosy řeckých státních dluhopisů</i>	48
<i>Obrázek 8: Míra nezaměstnanosti v Řecku</i>	49
<i>Obrázek 9: Vývoj řeckého HDP</i>	50
<i>Obrázek 10: Rozpočtový deficit Irska k HDP</i>	52
<i>Obrázek 11: Veřejný dluh Irska k HDP</i>	53
<i>Obrázek 12: Výnosy irských státních dluhopisů</i>	54
<i>Obrázek 13: Vývoj irského HDP</i>	55
<i>Obrázek 14: Míra nezaměstnanosti v Irsku</i>	57
<i>Obrázek 15: Rozpočtový deficit Portugalska k HDP</i>	59
<i>Obrázek 16: Veřejný dluh Portugalska k HDP</i>	59
<i>Obrázek 17: Výnosy portugalských státních dluhopisů</i>	60
<i>Obrázek 18: Vývoj portugalského HDP</i>	61
<i>Obrázek 19: Míra nezaměstnanosti v Portugalsku</i>	62
<i>Obrázek 20: Rozpočtový deficit Španělska k HDP</i>	63
<i>Obrázek 21: Veřejný dluh Španělska k HDP</i>	64
<i>Obrázek 22: Výnosy španělských státních dluhopisů</i>	66
<i>Obrázek 23: Vývoj španělského HDP</i>	67
<i>Obrázek 24: Míra nezaměstnanosti ve Španělsku</i>	67
<i>Obrázek 25: Rozpočtový deficit Itálie k HDP</i>	70
<i>Obrázek 26: Veřejný dluh Itálie k HDP</i>	70
<i>Obrázek 27: Výnosy italských státních dluhopisů</i>	71
<i>Obrázek 28: Vývoj italského HDP</i>	72
<i>Obrázek 29: Míra nezaměstnanosti v Itálii</i>	73
<i>Obrázek 30: Schéma dluhové krize</i>	83
<i>Obrázek 31: Nevyrovnanost obchodních bilancí v eurozóně</i>	85

Seznam tabulek

<i>Tabulka 1: Pořadí zemí dle konkurenceschopnosti.....</i>	<i>85</i>
---	-----------

Seznam zkratek

ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
EK	Evropská komise
EMU	Evropská hospodářská a měnová unie
ESFM	Evropský mechanismus finanční stabilizace
ESFS	Evropský nástroje finanční stability
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie
FED	Federální a rezervní systém
GDP	Hrubý domácí produkt (<i>Gross Domestic Product</i>)
GIPSI	Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko, Itálie – země na periferii EU
MMF	Mezinárodní měnový fond
SMP	Program ECB na nákup dluhopisů

Úvod

Předmětem zkoumání diplomové práce je průběh soudobé dluhové krize v eurozóně. Práce vychází z historie dluhových krizí a pochopení dluhu. Téma bylo zvoleno zejména pro jeho aktuálnost a možnost analyzovat krizi jako komplexní systém, v kterém na sebe působí jednotlivé subjekty.

V další části je analyzován průběh krize uvnitř eurozóny na příkladech států, které byly zasaženy dluhovou krizí nejvíce. Jmenovitě jde o Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko, Itálii a Kypr. Dluhová krize je široký pojem, proto se autor nezabývá průběhem krize v dalších zemích eurozóny a zaměřuje se pouze na výše uvedené země. Na jednotlivých makroekonomických ukazatelích jsou pak analyzovány kroky a přijatá opatření k zmírnění krizového vývoje v uvedených zemích. V další části se pak již práce věnuje asymetrickým informacím a možnosti morálního hazardu při řešení soudobé dluhové krize. Hospodářský cyklus jako takový se bez krizí neobejde. Svět je dnes propojen daleko silnějšími ekonomickými vazbami a stejně tak i jednotlivé finanční instituce a státy. Proto autor využívá systémového přístupu k analyzování příčin a vazeb soudobé dluhové krize v Evropě. Projevy krize jsou dále hodnoceny také optikou exportního podniku LINET spol. s r. o. a tedy dopadů, jaké krize měla na tuto konkrétní společnost.

Diplomant také ověřuje tři základní výzkumné předpoklady. První se týká dluhové krize jako jevu, který byl dlouhodobě podceněn. Druhá hypotéza ověřuje, zda existuje v současné situaci pro dluhovou krizi řešení A konečně třetí hypotéza, dluhová krize má vliv na exportní možnosti podniku

Vlastní přínosem diplomové práce je způsob omezení morálního hazardu, ke kterému docházelo v kontextu řešení současné dluhové krize. Zejména v tom ohledu, kdy docházelo k přesunu dluhů a tedy potlačování příčin a dalšímu zadlužování namísto řešení příčin.

1. Vymezení základních pojmů

Pro pochopení souvislostí je třeba definovat základní pojmy, které se týkají této diplomové práce. Mezi ně patří vymezení pojmu krize. Při prostudování české i světové odborné literatury lze zjistit, že terminologie při zkoumání krizí ve finanční oblasti není jednotná. Co ekonom, to vlastní definice. Nicméně většina ekonomů se shoduje v tom, že krize je širší pojem.

Obecně je možno krizi charakterizovat jako proces, kdy se v určitém stádiu stane, že už nelze dále pokračovat s využitím stejných prostředků. Jedná se o určitý bod zlomu na abstraktní kvalitativní křivce času, kdy se běžné zvyklosti a způsoby prokazují další neudržitelností systému bez provedení zásadních změn.¹ V ekonomické literatuře se lze setkat s definicí, která za krizi považuje sestupnou fázi hospodářského cyklu, kdy dochází ke kolísání ekonomické aktivity.

Dle Mezinárodního měnového fondu (MMF) je finanční krizí označován potenciálně těžký rozpad finančních trhů, který při zhoršení efektivního fungování trhů může mít nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku.²

V ekonomické teorii je nyní možno se setkat spíše s termínem recese či deprese, a to s ohledem na rozsah. Termín deprese představuje tíživý stav celého hospodářství. Recese pak představuje předstupeň deprese. Na otázku, kdy přesně přerůstá recese v depresi, není jednoznačná odpověď, což lze doložit ilustrativním příkladem slov Mankiwa, který problematiku komentuje slovy: „Recese, to je, když o práci přijde váš soused. Deprese přichází, ztratíte-li práci vy.“³

¹ TAINTER, J. *Kolapsy složitých společností*. 1. vyd.. Praha: Dokořán, 2009. ISBN 978-807-3632-489.

² HELÍSEK, M. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-8-27. s. 12

³ MANKIW, G. *Recession or Depression?*. [online]. Greg Mankiw's Blog, 2008. [cit. 2013-11-18].

Dostupné z: <http://gregmankiw.blogspot.cz/2008/10/recession-or-depression.html>.

Příčiny hospodářských krizí jsou různorodé a jde o jev komplexní. Každá krize v tržní ekonomice spojuje tedy obecnější příčiny, dle těchto příčin nesou jednotlivé krize své přívlastky. Proto se nyní autor podívá na základní rozdělení finančních krizí.

1.1 Dělení finančních krizí

Finanční krize jako taková je zastřešující a zobecňující pojem, neboť má původ ve finančním systému, nikoliv v reálné ekonomice. Finanční krize je projevem globalizace světa a zejména propojenosti kapitálových trhů. Díky těmto aspektům lze finanční krizi rozdělit na jednotlivé dílčí krize, mezi které dle MMF patří:

- krize měnová (currency or exchange rate crisis),
- krize bankovní (banking crisis),
- krize dluhová či úvěrová (credit or debt crisis),
- systémová finanční krize (systemic financial crisis).⁴

1.1.1 Měnová krize

Tuto dílčí krizi je možno definovat jako situaci při, které „*dochází k prudkému a neočekávanému oslabení kurzu domácí měny. V systému pohyblivého kurzu se projeví jako výrazná depreciační nominálního kurzu*“⁵.

S měnovou krizí souvisejí jevy provázející obranu kurzu, tyto takzvané intervence jsou prováděny centrální bankou. Důsledkem intervencí je značná ztráta devizových rezerv a výrazné zvýšení úrokových sazeb. K měnové krizi nejčastěji docházelo v minulosti při fixním měnovém kurzu.

⁴ IMF. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. In: World Economic Outlook. Washington D. C., IMF, May 1998. s. 74–75. [online]. [cit. 2013-11-18]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>.

⁵ DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 978-80-7400-075-1. s. 169.

Jiné vymezení definuje měnovou krizi takto: „*Jako měnová krize je nejčastěji označována situace, kdy spekulativní útok na směnný kurz vede k devalvaci (nebo silné depreciaci) měny, nebo donutí centrální banku bránit směnný kurz za cenu ztráty značné části devizových rezerv, nebo prudkého zvýšení úrokových měr.*“⁶

Definice měnové krize dle Helíska pojímá tuto krizi jako „*útok*“ *domácích i zahraničních investorů na určitou měnu ve smyslu převodu aktiv („útěku“ od aktiv) v postižené měně do aktiv v zahraničních měnách.*“⁷

Vlastní průběh lze ilustrovat na konkrétním příkladu z devadesátých let 20. století - asijské měnové krizi. Ta vypukla v regionu jihovýchodní Asie - Thajsku, Malajsii, Indonésii a Jižní Koreji. Tyto země měly velkolepé hospodářské výsledky. Ekonomický růst těchto zemí byl podpořen z velké části dovozem zahraničního kapitálu a trval až do roku 1997, kdy byl přerušen krizí, která začala v Thajsku a postihla právě výše zmíněnou část Asie.

Thajsko se na asijském zázraku začalo podílet relativně pozdě. Po staletí bylo především zemí s nízkým podílem průmyslu, která se orientovala zejména na zemědělství. Vlivem globalizace ekonomiky se začal v Thajsku rozvíjet průmysl významně až v osmdesátých letech. Začaly se budovat nové podniky s účastí zahraničních vlastníků. Vzhledem k tomu, že míra zhodnocení investic byla mnohem vyšší než v západních zemích, kde centrální banky razily politiku nízkých úrokových sazeb, přísun investic se v devadesátých letech ještě zvýšil.

Instituce, které v Thajsku přijímaly půjčky nejčastěji v jenech, musely tyto jeny směnit za thajské bahty. Takto vytvořená poptávka po bahtu by měla mít za následek zvýšení hodnoty bahtu vůči okolním měnám. Ve skutečnosti tomu ale tak nebylo, neboť Thajská centrální banka se snažila v letech konjunktury udržet stabilní směnný kurz vůči americkému dolaru. Vydávala obligace, emitovala bahty a nakupovala za ně zahraniční měnu. Reálné množství bahtu v oběhu se tak zvyšovalo, stejně jako se zvyšovala hodnota bankovních vkladů vlivem peněžního multiplikátoru. Velké množství peněz v ekonomice

⁶ MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech: Výzkumná studie.* [online]. 2004 [cit. 2013-11-17]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf.

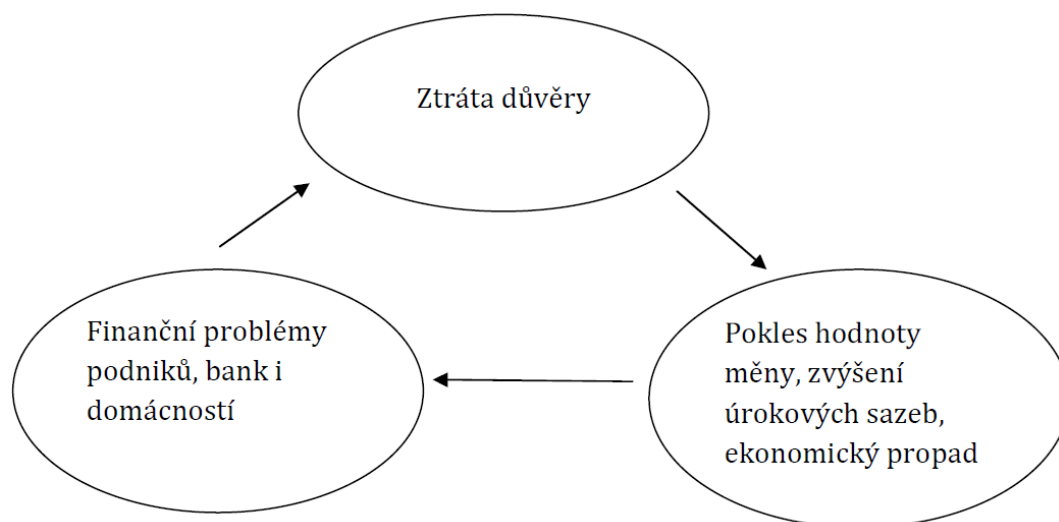
⁷ HELÍSEK, M. *Měnové krize: (empirie a teorie).* Vyd. 1. Praha: Professional Publishing, 2004. s. 11.

odstartovalo nové investice, z nichž některé lze označit jako spekulativní.

Pokud Thajská centrální banka chtěla udržet pevný směnný kurz vůči dolaru, nemohla zamezit přílivu dalšího kapitálu. Velké množství peněz v oběhu vyvolalo tlak na zvýšení importu a růst mezd. Na druhou stranu se zastavil růst thajského exportu, což vedlo k deficitu obchodní bilance.

Pokud investor vstupuje na cizí trh, činí tak proto, že očekává vyšší výnosy než na domácím trhu. Úvěrová expanze, která stála za zrodem thajského boomu, se začala v průběhu roku 1996 zadrhávat. Za to z části mohl vývoj v zahraničí. Trhy, na kterých thajské výrobky nacházely odbytiště, se potýkaly s výkyvy a spekulativní investice přestaly být výnosné. Mnoho zahraničních investorů se začalo potýkat s finančními problémy, které vyústily v následnou ztrátu důvěry v thajský trh.

Proces, ke kterému docházelo v postižených asijských ekonomikách, ilustruje Krugman v následujícím schématu:



Obrázek 1: Začarovaný kruh krize
Zdroj: KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. s. 176.

Na tomto kruhu je možno začít například poklesem důvěry v thajskou měnu a ekonomiku. Pokles této důvěry přiměl domácí i zahraniční investory ke stahování peněz ze země. Už jen tento krok by stačil zapříčinit pokles hodnoty bahtu. Thajská centrální banka již nemohla v této situaci, vzhledem k absenci dolarů a jenů, uměle udržovat kurz

své měny intervenčními nákupy na devizovém trhu, zbývala jí jediná možnost, jak pád bahtu zpomalit, a sice zvýšení úrokových sazeb a stažení části měny z oběhu. Zvýšení úrokových sazeb a pokles hodnoty měny však přinášejí problémy podnikatelským subjektům, a to jak finančním institucím, tak i ostatním společnostem. A to zejména proto, že mají mnohé z nich dluhy v dolarech, které jsou nyní, když musí za dolar platit více, náhle o poznání tíživější. Na straně druhé mají zároveň dluhy v bahtech, které je teď při zvýšených úrokových sazbách také obtížnější splácet. Zvýšení úrokových sazeb a problematické platební bilance za existence bankovního systému, který nedokázal často poskytnout ani ty nejbezpečnější úvěry, vedla k tomu, že podniky musely osekát výdaje, což vyvolalo recesi, která ještě zhoršovala vyhlídky zisků i platebních bilancí. Všechny tyto neblahé skutečnosti nevyhnutelně dál snižovaly důvěru v ekonomiku a ta se víc a víc propadala. Tato *zpětná vazba*⁸ mezi důvěrou, která má dopad na finanční trhy i na stav ekonomiky, a situace na těchto trzích i v ekonomice, která naopak zase ovlivňuje důvěru, měla v praxi ničivý dopad. Jde o nastíněné vazby v schématu, které mohou být opravdu natolik silné, že vyvolají hlubokou krizi.⁹

⁸ Zpětná vazba je termín dobře známý technikům, kteří znají celou řadu jejich výskytů a účinků. Ekonom Paul Krugman si pomáhá při objasnění tohoto termínu příkladem situace, kdy dá někdo mikrofon (přijímající zvuky a převádějící je na elektrický signál) do blízkosti reproduktorů (převádějící elektrický signál na zvuk). Mikrofon v sále vyvolá zpětnou vazbu. Zvuky, které zachytí, reproduktory zesílí, mikrofon tyto zesílené zvuky opět zachytí, a tak dále. Pokud hluk v sále není příliš velký a zesílení není výrazné, celý proces je „tlumený“ a nepředstavuje žádný problém. Pootočíme-li ale knoflíkem hlasitosti prudce doprava, zvuk doslova exploduje. Mikrofon zachytí sebemenší šum, reproduktory ho mnohonásobně zesílí, zvuk zpětně zachytí mikrofon a ozve se pískot, který rve uši. Jinými slovy záleží nejen na kvalitativním aspektu existence zpětné vazby, nýbrž i na kvantitativním aspektu její síly. Tato zpětná vazba funguje stejným způsobem jako ta, která má za následek vznik bublin na akciovém trhu, s tím rozdílem, že zpětná vazba mezi reproduktorem a mikrofonem je mnohem rychlejší, uskutečňuje se v milisekundách, oproti tomu na akciovém trhu trvá cyklus zpětné vazby dny, měsíce nebo i roky.

⁹ KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 978-80-7021-984-3. s. 81–84.

1.1.2 Bankovní krize

Aby diplomant mohl popsat bankovní krizi, bude dobré nejprve objasnit v krátkosti historii vzniku bankovníctví. Bankovníctví vzniklo náhodně jako vedlejší produkt zlatnictví. Zlatníci ke své práci potřebovali vstupní materiály vysoké hodnoty, proto disponovali od nepaměti pevnými sejfy, které byly schopné odolat zlodějům. Někteří z nich začali tyto své sejfy pronajímat: lidé vlastnící zlato, kteří ale neměli bezpečné místo, kam by je mohli uschovat, jej svěřili do opatrovnictví zlatníkům a obdrželi od nich lístek opravňující je vyžádat si své zlato kdykoli zpět. Zlatníci postupem času zjistili, že všechno zlato ve svých sejfech mít nemusí, neboť bylo dost nepravděpodobné, že by si je v týž okamžik vyžádali všichni, kteří si jej u nich nechali v úschově. Zlatníci tak mohli toto zlato půjčovat a jen část si ponechávali jako rezervu.

Lístky vydané za uskladnění zlata začaly obíhat jako měna a místo aby člověk někomu platil zlatými mincemi, mohl na něj převést doklad o vlastnictví části těch, které si uložil u zlatníka, takže ústřížek papýru, jehož hodnota odpovídala hodnotě oněch mincí, posloužil v jistém smyslu stejně jako samotné zlato. A o to v bankovníctví jde. Investoři obvykle stojí před kompromisem mezi *likviditou* – možností mít dané prostředky obratem k dispozici -, a *výnosy*, kdy své peníze do něčeho vkládají, aby jim vynesly další peníze. Hotovost je sice dokonale likvidní, ale nepřináší žádný výnos. Naproti tomu investice například do rozjíždějícího se podnikání se sice může pěkně zúročit, pokud se bude dobře dařit, ale ve finanční tísní, ji nelze obratem proměnit v hotovost. Banky zčásti odstraňují nutnost tohoto kompromisu a poskytují svým vkladatelům likviditu, aby měli ke svým penězům přístup, kdy chtějí. Přesto většinu prostředků banky investují a nechávají je vydělávat v dlouhodobějších projektech, jako jsou hypotéky na domy nebo půjčky podnikatelům.

Dokud vše klape, je bankovníctví užitečné pro celou ekonomiku. Příležitostně se ale bankovníctví dostává do problémů. Jak je zřejmé z výše popsaného, celá struktura stojí a padá s tím, že peníze si všichni vkladatelé nebudou chtít vybrat najednou. Pokud se tak z nějakého důvodu stane, ocitá se banka ve velkých problémech. Nebude mít dostatečnou hotovost k uspokojení klientů, a pokud ji bude chtít rychle sehnat nuceným výprodejem

půjček či jiných aktiv, bude tak muset učinit za výprodejové ceny – a vzniká tak možnost krachu.

Ztráta důvěry vkladatelů v solventnost banky a následné hromadné výběry jsou označovány jako run na banku. Tato situace či jiná systémová chyba přiměje tedy banky ke snížení vnitřní konvertibility svých závazků.¹⁰

Dle Žáka je bankovní krize označována jako „*situace v bankovním systému charakteristická nedostatečnou likviditou většího počtu bank. Tato situace může vést i k hromadným úpadkům bank. Příčinou bankovní krize bývá nejčastěji nadměrné poskytnutí úvěrů, které nejsou (nadměrně zadluženými) klienty spláceny ve lhůtě splatnosti. Mezi další možné příčiny bankovní krize může patřit prudký pokles cen cenných papírů nebo hypoték a hromadné výběry vkladů z bank. Nedostatečná likvidita bank může být řešena dodáním chybějících peněžních prostředků centrální bankou zejména ve formě diskontních úvěrů. Nepříliš častou příčinou bankovní krize může být i neschopnost včasného, správného a bezpečného zúčtování plateb z důvodu nedostatečně rozvinutého platebního styku v bankovním systému.*“¹¹

Přesnější definici poskytl MMF, ten označuje za bankovní krizi takové problémy bankovního systému, kdy platí alespoň jedna z následujících podmínek:

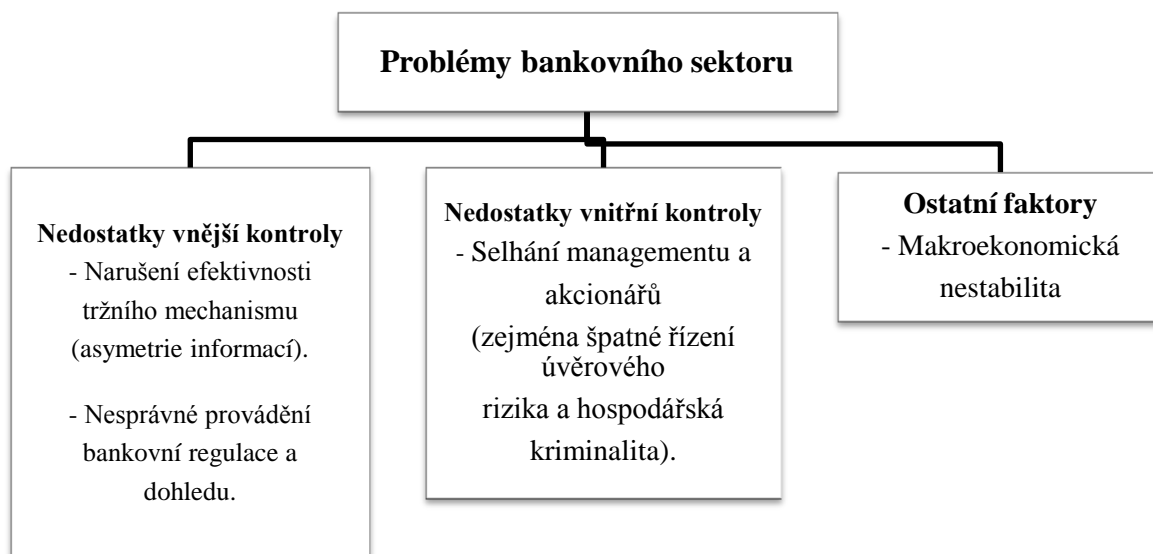
- poměr špatných aktiv k celkovým aktivům bankovního systému převýšil 10 %,
- náklady na záchranu bank převýšily 2 % HDP,
- došlo k znárodnění bank,
- vláda reagovala na problémy bankovního systému zmrazením vkladů, v důsledku čehož došlo k bankovní panice, či reagovala zavedením bankovních prázdnin nebo poskytla záruky na vklady v bankách.¹²

¹⁰ KRUGMAN, P. *Skoncovat s krizí*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2012. ISBN 978-80-7429-294-1. s. 53–55.

¹¹ ŽÁK, M. *Velká ekonomická encyklopedie*. 2. roz. vyd. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-7201-381-5. s. 104.

¹² MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech: Výzkumná studie*. [online]. 2004 [cit. 2013-11-17]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf.

Pro přehlednost jsou uvedeny některé z častých problémů bankovního sektoru v následujícím schématu.



Obrázek 2: Schéma rozdělení příčin bankovní krize
Zdroj: vlastní

1.1.3 Krize dluhová

Další dílčí částí finanční krize může být krize dluhová. Rozlišují se 2 její formy – *vnitřní* a *vnější*.

Vnitřní dluhová krize se projevuje chronickou vnitřní předlužeností ekonomik, platební neschopností podniků a nárůstem objemu klasifikovaných úvěrů. Tyto problémy často vedou k tzv. „credit crunch“ (zamrznutí úvěrového trhu) s negativními důsledky pro reálnou ekonomiku. Příkladem vnitřní dluhové krize je chronická krize v Japonsku, která trvá od počátku 90. let, nebo současná dluhová krize v Řecku.

Naproti tomu termínem *vnější dluhová krize* jsou označovány případy, kdy své zahraniční dluhy nesplácí banky a soukromé firmy. V kontextu vnější dluhové krize se používá termín sousloví „sovereign default“, tento pojem se používá pro neschopnost vlády dané země splácet svůj zahraniční dluh. Do takovéto situace se dostávaly dříve především

rozvojové země. V současné době se ale s dluhovou krizí potýkají i některé vyspělé země na evropském kontinentu.

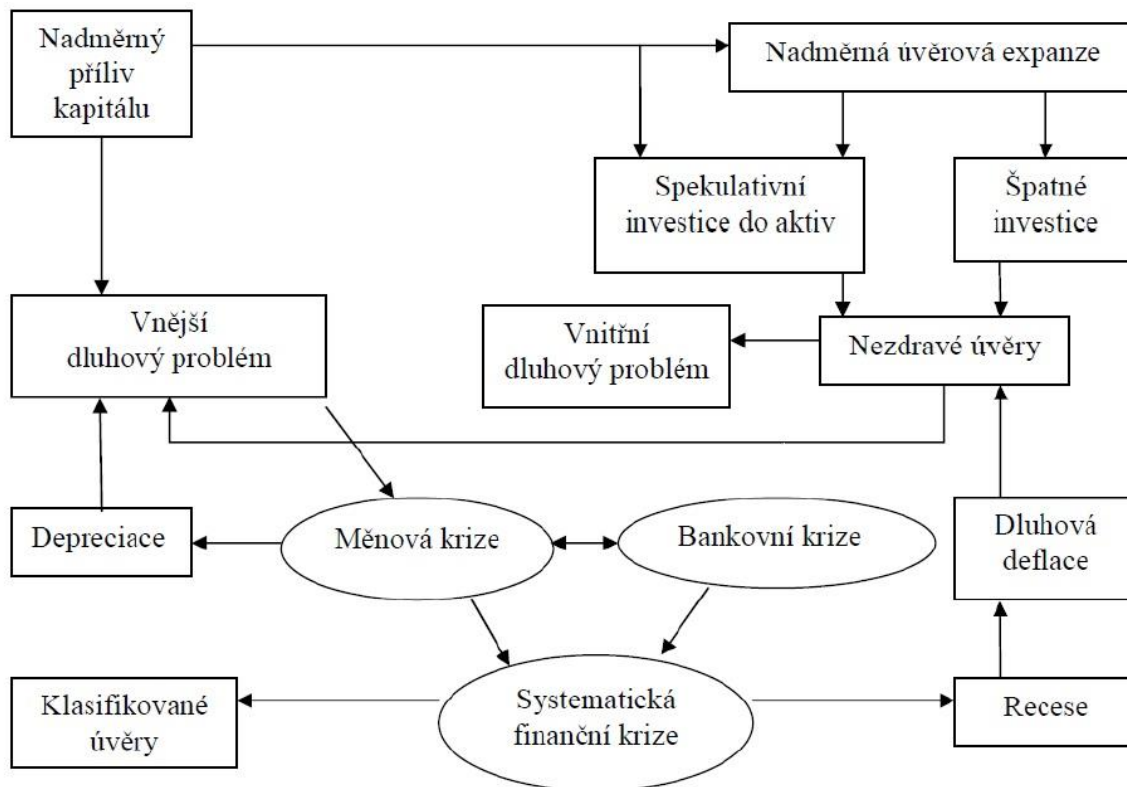
Samotné předlužení v dluhové krizi není hrozbou, ale jen do chvíle, kdy jeho úroveň překročí pro věřitele konkrétní psychologickou hranici, kterou věřitel vnímá jako signál k požádání o předčasné splácení dluhu. Právě v takovémto bodě může propuknout finanční krize ve své dluhové podobě.¹³

1.1.4 Systematická finanční krize

Samostatný vznik výše zmíněných krizí (měnové, bankovní a dluhové) je velmi ojedinělý. Z tohoto důvodu je vymezen odborný pojem, který spojuje krize do jednoho celku. Systematické finanční krize definuje MMF jako krize, které *„jsou potenciálně závažným narušením finančních trhů tím, že ohrožují schopnost trhů fungovat efektivně, což může mít velký negativní vliv na reálnou ekonomiku.“*¹⁴

¹³ DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 170–171.

¹⁴ IMF. *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*. In: *World Economic Outlook*. Washington D. C., IMF, May 1998. s. 74–75. [online]. [cit. 2013-11-18]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>.



Obrázek 3: Vznik systematické krize zapříčiněné dluhovým problémem

Zdroj: DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. s. 213.

Průběh systematické dluhové krize je znázorněn pomocí obrázku 3. Riziková kombinace faktorů, kterými jsou nadměrný příliv kapitálu na jedné straně a nedostatečně regulovaný domácí bankovní systém, vede k nadměrné úvěrové expanzi, nezdravému zadlužení a hromadnému nesplácení úvěrů. Toto nesplácení úvěrů přesouvá dluh na bankovní sektor. Je-li postižen i ten, vzniká tlak na převzetí dluhu státem. Náklady vyvolané finanční krizí se přesouvají do veřejných financí a dochází k tzv. fiskalizaci finanční krize. Tyto události však samy o sobě ještě nemusí krizi vyvolat. Nutný je spouštěcí mechanismus, který je obvykle ekonomického (insolvence banky) nebo politického (politická nestabilita) charakteru. Krize se poté rozšiřuje vzhledem k rostoucímu propojení finančních trhů do dalších zemí, ve kterých mohou chybět věcné důvody pro její vznik. K šíření v globálním měřítku dochází čtyřmi způsoby, mezi které patří bankovní systém, měnový trh, úvěrový trh a trh aktiv.¹⁵

¹⁵ DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1. s. 209–291.

2. Historie a charakteristika dluhových krizí

S pojmem finanční krize se lidstvo setkává staletí. Dopad a rozsah těchto jednotlivých krizí se v čase vyvíjel, měnil a propojoval s globalizací světa. Tato kapitola popisuje některé z historických dluhových krizí a osvětluje, jak je veřejný dluh charakterizován dnes.

2.1 První dluhy

Kdy přesně došlo ke vzniku úročených půjček, není možné určit, protože tomu bylo ještě před vznikem písma. Antropologové se domnívají, že vznik dluhů se pojí s financováním karavaniho obchodu. Ten byl životně důležitý pro říční údolí starověké Mezopotámie, kde vznikla nejstarší městská civilizace. Tato oblast byla mimořádně úrodná a země díky tomu mívala nadúrodu obilovin a jiných potravin, na pastvách byla hojnost dobytka, na kterou navazovalo zpracování vlny a kůže, ale kromě toho stát neměl nic. Kovy, dřevo, kámen a stříbro, které sloužilo jako platidlo, se musely dovážet. Chrámoví úředníci začali dodávat místním obchodníkům zboží na zálohu. Ti pak odjeli a prodali jinde. Způsob, jak získat podíl na zisku pro chrám, byl právě úrok. Tento nový zvyk se rozšířil a nedlouho potom docházelo nejen k obchodním, ale i spotřebitelským půjčkám. Úředníci a obchodníci si mezi sebou vytvářeli své vlastní úvěrové dohody. Ve většině případů šlo o hliněné tabulky, do nichž se vrýval dluhopis. Tabulky se označily dlužníkovou pečetí a zničily až poté, kdy došlo k vrácení dluhu. Místní úředníci a bohatí kupci půjčovali na záruku peníze rolníkům, kteří měli finanční problémy, a v případě jejich neschopnosti splácet poskytnutou půjčku jim začali kolem roku 2 400 př. n. l. zabavovat jejich majetky. A to zejména obilí, skot, ovce, ale i nábytek, poté došlo také na pole a domy. V extrémních případech se majetkem věřitele stal i sám dlužník, z kterého se stal nevolník sloužící do konce života svému věřiteli v jeho domácnosti. Dlužník se mohl samozřejmě z takového závazku vykoupit, to bylo ale tím těžší, čím vyšší byl závazek.

Kolaps společnosti hrozil často v případech, kdy se z nějakého důvodu neurodilo, rolníci se stávali dlužícími nevolníky a země zanedlouho ležela ladem, protože zadlužení zemědělci raději ze strachu před zabavením majetku uprchli a přidali se k polokočovným skupinám žijícím v pouštních oblastech na okraji civilizace. Z tohoto důvodu,

kdy společnost čelila hrozbě úplného rozkladu, sumerští a později babylonští vládci vyhlašovali všeobecnou amnestii a prohlásili tak všechny spotřebitelské půjčky za neplatné (amnestie se nevztahovala na obchodní půjčky).¹⁶

2.2 Axiální věk

Obrat „axiální věk“ (800 př. n. l. – 600 n. l.) formoval Jasperse jako dobu plnou mimořádných změn. Jde o období, kdy lidské bytosti poprvé v dějinách využily principy logického uvažování při řešení velkých otázek lidské existence. Vznikaly první komoditní trhy a světová náboženství. Zejména na Blízkém východě se v této době objevuje jako průvodní jev státních administrativních systémů trh. Tržní logika se ale zaplétá do vojenských záležitostí. Výsledkem toho se objevují první vojensko-mincovně-otrokářské komplexy. Filozofové na tuto situaci zareagovali zkoumáním idejí lidství, duše a hledáním nových základů pro morálku a etiku.¹⁷

2.3 Středověk

Graeber vymezuje toto období (600-1450 n. l.) jako dobu, kdy ekonomický život přecházel čím dál více pod kontrolu církevních autorit, a to od kontroly uskutečňovaného mezinárodního obchodu až po pořádání místních trhů. To mělo za důsledek i kontrolu lichvy či její úplný zákaz. Dalším znakem této doby byl návrat k různým formám úvěrových peněz po celé Eurasii. Po pádu římské říše dochází k opouštění velkých měst a ekonomika se „navrací ke směně“. Zničením římského válečného soukolí se římské mince dostávají mimo oběh. To ale neznamená, že by absence mincí znamenala absenci peněz. Jak vyplývá z dobových pramenů, až do vrcholného období středověku si lidé stále při výpočtu úrokových sazeb, hypoték a kontraktů vedli účty v římské měně. Později

¹⁶ GRAEBER, D. *Dluh. Prvních 5000 let*. 1. Vyd. Praha: Albatros Media, 2012. ISBN 978-80-265-0044-5. s. 35–56.

¹⁷ GRAEBER, D. *Dluh. Prvních 5000 let*. Vyd. 1. Praha: Albatros Media, 2012. ISBN 978-80-265-0044-5. s. 175–196.

obnovovaly lokální mincovny postupně svoji činnost a vyráběly mince mnohých vah, ryzostí a nominálních hodnot. Vzhledem k tomu, že se obsah drahých kovů – zlata a stříbra v mincích měnil, byly měny často stahovány z oběhu, aby mohly být vyraženy znovu. V takovýchto mezidobích většina obchodních styků využívala namísto hotovosti žetony, účetní knihy či obchod v naturáliích. Biblické texty hovořily jasnou řečí, proto byl postoj katolíků vůči lichvě velmi přísný. A tento postoj se týkal také obchodu. Na počátku středověku nebylo používání tak palčivý problém, a to zejména proto, že obchod byl provozován z velké části cizinci.

Z evropského pohledu v tomto období zažívají největší rozkvět přístavní města Benátky a Janov, zde v průběhu jedenáctého století vzniká obchodní impérium. V období vrcholného evropského středověku se také lze poprvé setkat s pojmem korporace. Jednalo se o druh „fiktivní osoby“¹⁸, která disponuje svou vlastní pečeti, vytváří předpisy a nařízení pro fyzické osoby, žaluje, je žalována a také vlastní pozemky.¹⁹

2.4 Období velkých kapitalistických říší

Ve 14. a 15. století spolu nepřetržitě sváděly mocenské boje toskánské městské státy, Florencie, Siena a Pisa. Pro financování veřejného dluhu využívaly tyto státy cizí zdroje. Šlo o půjčky, které byly vynucovány od bohatých občanů daného státu. Tito občané měli nárok na předem smluvený roční úrok, šlo tedy z dnešního pohledu o druh investice. Hodnota těchto prvotních státních dluhopisů se v období války měnila v závislosti vývoje na bojišti a celkovém zadlužení. Pokud investor nakoupil vládní dluhopisy v období, kdy probíhala válka, riskoval, že mu dotyčný stát nevyplatí úroky. Zde je nutné připomenout, že úroky se vyplácí z nominální hodnoty dluhopisu. Pokud si tedy investor koupil dluhopis s úrokem 5 % za pouhých 10 % jeho hodnoty nominální, mohl očekávat výnos 50 %, s návratností úměrnou riziku, které byl ochoten podstoupit. Úrokové sazby v ekonomice

¹⁸ Mezi instituce, na které se vztahovala, patřily zejména kláštery, univerzity, kostely, radnice a cechy.

¹⁹ GRAEBER, D. *Dluh. Prvních 5000 let*. Vyd. 1. Praha: Albatros Media, 2012. ISBN 978-80-265-0044-5. s. 196–240.

určoval právě trh s dluhopisy. Při výrazném poklesu hodnoty válečných dluhopisů stoupaly prudce úrokové sazby. Při těchto výrazných poklesech hodnoty dluhopisů docházelo, jako přímý důsledek, k finančním krizím. Tak, jako se tomu stalo v roce 1509 při porážce benátské armády u Agnedella. Důsledkem podobných krizí bylo zejména vážnutí obchodu. Krize vyvolávala nedůvěru v zadlužené země a městské státy.²⁰

Od počátku 16. století se v Evropě začínají formovat první kapitalistické státy, v této době lze hovořit o vzniku nového typu krizí, kdy vzniká bublina na trhu aktiv. K takové krizi došlo v důsledku spekulativního chování účastníků trhu, a poté jejich následné panice a krachu ve chvíli, kdy bublina splaskla. Žádná z těchto krizí však neměla parametry finanční krize globální.

Jak již bylo předesláno, cenová bublina na trhu s aktivy byla hlavní příčinou finančních krizí v tomto období. Příkladem takové krize je často zmiňované „tulipánové šílenství“ ke kterému došlo ve třicátých letech 17. století v Nizozemsku, kdy byly ceny tulipánových cibulí vyšroubovány do závratných výšin.²¹ Investorů se zmocnila jakási kolektivní euforie. Druhým příkladem je bublina pojící se s podnikem dominujícím francouzské ekonomice, Mississippskou obchodní společností, dříve známou jako Compagnie des Indes. Tato společnost ovládala ve svém vrcholném roce 1719 několik dalších obchodních společností, státní mincovnu, státní banku, francouzský státní dluh a měla monopol na obchod s Indií a Čínou. Tuto společnost vedl skotský občan John Law, který neblaze proslul finančními manipulacemi. Byl to právě on, kdo byl zodpovědný za vzestup a pád cen aktiv. „*Bylo to stejné, jako kdyby jeden člověk řídil současně padesát největších amerických společností, americké ministerstvo financí a americkou centrální banku.*“²² Oproti tulipánové horečce rostly však ceny akcií jako Mississippské obchodní společnosti

²⁰ FERGUSON, N. *Vzestup peněz: finanční dějiny světa*. 1. vyd. Praha: Argo, 2011. ISBN 978-80-257-0337-3. s. 54–69.

²¹ Roubini uvádí, že to, zda šlo o bublinu, někteří ekonomové popírají. Argumentují tím, že bubliny jsou poháněny fundamentálními tržními faktory.

²² FERGUSON, N. *Vzestup peněz: finanční dějiny světa*. 1. vyd. Praha: Argo, 2011. ISBN 978-80-257-0337-3. s. 117–118.

postupně po více než sto let. Jejich vzestup i pád kopíroval vzestup a pád holandského impéria. Přes veškerou snahu Lawa odvrátit pohromu²³ bublina roku 1720 splaskla.²⁴ Důsledkem bylo i to, že se po této neblahé zkušenosti Francouzi ještě po dlouhé generace vyhýbali akciovým trhům a papírovým penězům. Manipulace Johna Lawa tak ochromily francouzský finanční systém na celá desetiletí.

Podobným příkladem jako Mississippská obchodní společnost může posloužit britská korporace známá jako South Sea Company, která kontrolovala podstatnou část britského státního dluhu. Korporace měla monopol na obchod s jižními moři. Spekulace a růst akcií, který předcházel krachu akciového trhu, po sobě zanechal britské hospodářství ve značném nepořádku a výsledkem byla také velká ostražitost celé generace britských investorů vůči finančním trhům.²⁵

V tomto období se lze setkat také s pojmem Ponzioho schémata²⁶. Jde o podvodné investování, kdy výnosy nejsou vytvářeny skutečnou aktivitou a slouží zejména k nalákání nových investorů. Aby byla zaručena funkčnost tohoto podvodného schématu, je zapotřebí stále nového, rostoucího přílivu peněz. Schéma charakterizuje několik úrovní, než dojde k samotnému kolapsu. Výnosy prvních investorů platí pozdější investoři. Obecně lze říci,

²³ John Law byl velmi zdatný ve finančních tricích. Když v prosinci roku 1719 začala prudce klesat cena akcií, stejně jako Mississippské obchodní společnosti, Law se uchýlil k jednomu z mnoha umělých triků. Vytvořením opčního programu se snažil udržet cenu akcií společnosti a uchránit ji před propadem. Law také manipuloval se směnnou sazbou bankovek vůči drahým kovům – zlatu a stříbru. Během několika málo měsíců například upravil cenu stříbra nejméně pětaticetkrát a cenu zlata osmadvacetkrát.

²⁴ Anglický spisovatel Johnathan Swift, který sám díky této krizi zchudl, popsal její konec slovy: „*Většina lidí věděla, že to přijde, ale nikdo se na to nepřipravil. Nikdo si nemyslel, že to přijde, jako přichází zloděj v noci, stejně jako přichází smrt.*“

²⁵ ROUBINI, N. a MIHM S. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4102-4. 19-24.

²⁶ Systém je nazýván podle Charlese Ponzioho, ten sice nebyl prvním, kdo takové schéma vymyslel, ale stal se prvním známým v oblasti této nekalé praktiky. Dnes se setkáváme v tomto ohledu také s pojmy jako letadlo či pyramida.

že rychlý nárůst účastníků v podvodné operaci nejde udržet do nekonečna. A právě nedostatek přílivu nových investorů má za následek kolaps celého schématu.²⁷

Století devatenácté je již krizemi doslova protkáno. S krizí se lze setkat téměř v každém desetiletí tohoto století. Krize měly několik společných jmenovatelů. Vznikaly v ekonomikách rozvinutých, příčinou krachu bylo především abnormální množství spekulativních investic a úvěrů, na něž navazovaly krize v bankovním i nebankovním odvětví. V zemích, které byly závislé na exportu, a nacházely se zejména na periferiích velkých ekonomických oblastí, docházelo ke kolapsům státních příjmů a obtížím při splácení státních dluhů. V tomto kontextu Roubini uvádí krizi z roku 1825, kdy se díky lehce přístupným penězům z Británie vytvořila v Peru, Kolumbii, Mexiku, Guatemale a Argentině bublina na trhu aktiv. Po prasknutí bubliny došlo ke krachu velkého počtu bank i finančních institucí v Británii. Odtud se krize rozšířila do zbytku Evropy a investoři v panice začali stahovat peníze z Latinské Ameriky. Trvalo dlouhá tři desetiletí, než se příliv kapitálu do tohoto regionu dostal na předchozí úroveň.²⁸

2.5 Krize ve 20. století

Vývoj hospodářství v první polovině dvacátého století byl ovlivněn zejména dvěma světovými válkami. Ve druhé polovině tohoto století se pak na hospodářském vývoji podepsala studená válka a v posledních třiceti letech také několik etap finančních krizí.

2.5.1 Velká hospodářská krize

Největší a nejznámější krizí 20. století byla Velká hospodářská krize. Ačkoliv vypukla v USA, postupně se rozšířila a otrásla trhy po celém světě. Dna tato krize dosáhla v roce

²⁷ JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-2963-3. s. 597–598.

²⁸ ROUBINI, N. a MIHM S. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4102-4. s. 23–27.

1933, ceny v USA klesly o 25 % a míra nezaměstnanosti se pohybovala okolo 25 %. Poškozena byla také důvěra lidí v kapitalismus jako ekonomický systém. Krach zapříčinil nejistotu a pesimismus na finančních trzích, což se projevilo zejména sníženým zájmem investic i spotřeby. Keynes to komentuje slovy: „*Zabředli jsme do kolosálního marasmu, protože jsme zpackali kontrolu křehkého soustrojí, jehož fungování nerozumíme. Výsledkem toho je, že naše možnosti na tvorbu bohatství se vytratily - pravděpodobně na dlouhou dobu.*“²⁹ Etapa, která je v této krizi hodnocena jako nejhorší, je spojena s runy na banky. Ani v této situaci runů na banky se americký FED nestal věřitelem poslední instance³⁰. Ačkoliv nešlo přímo o krizi dluhovou³¹, má tato krize několik rysů, které jsou společné pro současnou dluhovou krizi. Jde zejména o uměle vyvolaný inflační boom úvěrů, který byl způsoben nízkými sazbami FEDu. Došlo tak k deformaci struktury kapitálu a mylné alokaci zdrojů. V obou případech se také snažily státy nastartovat ekonomiku pomocí státních výdajů. Dalším společným jmenovatelem je i regulace, která byla zavedena po Velké hospodářské krizi a tlaky po zpřísnění regulace v krizi současné.

2.5.2 Soudobé krize

Jak již bylo uvedeno výše, období posledních více jak třiceti let bylo na krize poměrně úrodné. Lze tedy zmínit alespoň ty nejdůležitější v kontextu této práce:

- „*americká bankovní krize (1980-1995)*;
- „*chilská finanční krize (1981-1985)*;

²⁹ KEYNES, J. M. *The Great Slump of 1930*. Londýn, 1930. [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z: <http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html>

³⁰ Věřitel poslední instance je status zastřešující instituci, která zajišťuje likviditu ostatním finančním institucím či trhu jako celku. Cílem věřitele poslední instance je zabránit panice na finančních trzích a následnému rozšíření do dalších sektorů. S pojmem se lze setkat nejčastěji u centrálních bank.

³¹ Při hledání důsledků této krize nenacházejí ekonomové konsenzus. Podle některých bylo příčinou svobodné podnikání, investování a spotřeba. Podle jiných autorů šlo zejména o vážné poruchy v měnovém a finančním systému. Krach na newyorské burze NYSE by pravděpodobně neměl tak rozsáhlý dopad, pokud by nepřerostl v krizi bankovního sektoru.

- *latinskoamerická dluhová krize (1982-1989);*
- *japonská finanční krize (1989-2004);*
- *skandinávská bankovní krize (1988-1994);*
- *krize evropského směnného mechanismu (1992-1993);*
- *druhá mexická finanční krize, zvaná tequilla crisis (1994-1995);“*
- *internetová horečka (1995-2001);*
- *„krize české koruny (1997);*
- *asijská finanční krize (1997-1998);*
- *ruská finanční krize (1998);*
- *brazilská finanční krize (1998-1999);*
- *turecká finanční krize (2000);*
- *argentinská krize (2001-2002).“³²*

Výše uvedené krize ilustrují, jak různorodé období prožíval svět v posledních desetiletích. Některé z výše uvedených krizí jsou regionální, jiné se rozšířily do rozličných koutů planety. Různorodosti si lze povšimnout také v časovém období trvání u těchto jednotlivých krizí. Některé jsou relativně krátkodobé, jiné chronické. Z výčtu uvedených krizí se autor zastaví u třech.

2.5.3 Latinskoamerické krize

Koncem 20. století je možno se setkat s dluhovou krizí Latinské Ameriky a druhou mexickou finanční krizí. Pojmem Latinská Amerika jsou označovány všechny státy jižně od hranice USA³³. Krize, která se v tomto regionu odehrávala, se datuje přesně od roku 1982 a trvala po většinu osmdesátých let. Latinská Amerika bojovala v té době se špatnou hospodářskou situací, proto se rozhodla přistoupit k reformám. Došlo k privatizaci společností vlastněných státem, rušení dovozních kvót a snižování rozpočtových deficitů.

³² KISLINGEROVÁ, E. *Podnik v časech krize: jak se nedostat do potíží a jak se dostat z potíží: zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3136-0.

³³ Pro upřesnění v souvislosti s touto krizí jde zejména o státy, jako jsou Brazílie, Venezuela, Kostarika, Argentina, Chile, Francouzská Guyana a zejména pak Mexiko, které je jakýmsi pojítkem mezi Severní a Jižní Amerikou.

Jednou z hlavních priorit se stalo krocení inflace. Tyto snahy vedly ve výsledku k obnovení důvěry zahraničních investorů a zlepšení výkonnosti ekonomiky. Latinskoamerické země se tak staly v očích investorů velmi zajímavými a oblíbenými, což mělo za následek příliv obrovských finančních prostředků. Začalo se mluvit dokonce o „nové“ Latinské Americe a zvláště pak o „mexickém zázraku“. Mexiko je v hodnocení příčin latinskoamerické dluhové krize klíčovým státem.

Mexiko se rozhodlo na začátku druhé poloviny 20. století chránit rozvoj domácích průmyslových firem, které nedisponovaly vyspělou moderní výrobou, před výkonnějším dovozem z cizích zemí cly a dovozními omezeními. Investice ze zahraničí byly připouštěny, jen pokud neměly zůstat pod cizí kontrolou. Takto zvolená hospodářská politika byla neefektivní a Mexiko nedokázalo využít potenciálu rodící se globalizace. Naproti tomu mexičtí politici si dávali pozor na to, aby finančně nepřestřelili a díky tomu nedocházelo k žádným krizím. Hospodářský růst byl však stále neuspokojivý. Tato obezřetnost se vytratila koncem 70. let s objevem nových ropných nalezišť. Vysoké ceny této suroviny a masivní výpůjčky od zahraničních bank zapříčinily, že se ekonomika začala rozehřívat. Začaly se objevovat první varovné signály. Mexiko přestalo být schopno splácet svůj zahraniční dluh a následoval odliv kapitálu z celé Jižní Ameriky. Dluhová krize, která vypukla, se rozšířila i za hranice kontinentu. Jen díky půjčkám od americké vlády a mezinárodních agentur se podařilo většině zemí zasažených touto krizí vyhnout faktické insolvenční. Zaplatily za to však cenou vysoké recese, po které následovalo jen pomalé zotavení. Reálné mzdy ovlivněné inflací, která v Mexiku dosáhla v průběhu čtyř let 70 %, se nacházely na 30 % úrovně doby před krizí. Reálný příjem na osobu byl v roce 1986 o 10 % nižší než v roce 1981. Mexiko bylo nuceno přistoupit k reformám, privatizaci státních podniků a rušení protekcionistických překážek.

V letech 1990-1994 se ale již začíná mluvit o „mexickém zázraku“, investoři hýřili optimismem a připadalo jim, že reformy a tržní orientace proměnila nejen Mexiko, ale celý jihoamerický kontinent na oblast skvělých příležitostí. Přesto nadále ani v letech tohoto

„mexického zázraku“ nedocházelo k očekávanému ekonomickému růstu.³⁴ Bylo znepokojující, že tak masivní nárůst kapitálu přinášel jen málo viditelných výsledků. Zdálo se, že na vině je až příliš silná hodnota pesa, která tlačí ceny mexického zboží vzhůru a vytěsňuje ho tím z možnosti prosadit se na světových trzích. V prosinci roku 1994 přichází v krátké době druhá takzvaná tequillová krize³⁵. Mexiko, ale i Argentina propadají v roce 1995 ze stavu euforie do deprese. Na pomoc při řešení této krize byl využit Měnový stabilizační fond amerického Ministerstva financí, který umožnil oběma výše zmíněným zemím poskytnout dolary nutné v případě Mexika ke splácení tesobonů a Argentiny k tisknutí pesa a půjčování bankovním institucím. Tím se zabránilo masovému útoku na banky tak, jak k tomu došlo v případě Velké hospodářské krize.

Příčinou této tequillové krize bylo zejména to, že ve chvíli nadhodnoceného pesa a spekulací na něj, dovolila vláda Mexika rozšíření úvěrů, namísto zpřísnění podmínek pro jejich poskytování. Samotnou devalvaci poté neprovedla správně a na trzích zavládla nervozita. Americké ministerstvo financí pomohlo přílivem kapitálu, leč za podmínky přijetí bolestivých opatření, vládě Mexika k udržení důvěry na trzích.

2.5.4 Japonská finanční krize

Druhou krizí, která je zajímavá pro své určité souvislosti s krizí soudobou, je japonská finanční krize. Tato krize totiž vykazuje některé společné jmenovatele pro soudobou krizi v Evropě.³⁶ Některé podobnosti jsou opravdu překvapující. Tyto krize spojuje nízké zúročení, nekonvenční monetární politika, neustálé rozpočtové deficity a velmi nízký růst.

³⁴ Ekonom Rüdiger Dornbusch, který se dlouhodobě zabýval vývojem hospodářské situace v Mexiku, vypracoval v roce 1994 k problematice fundovanou analýzu s názvem „Mexiko: stabilizace, reformy a žádný růst“.

³⁵ O této krizi se v některých zdrojích píše jako o takzvané tequillové krizi. Tedy krizi pojmenované po nápoji vyráběném především v okolí mexického města Tequilla. Mexiko je největším světovým producentem tohoto alkoholického nápoje.

³⁶ Martin Wolf, hlavní ekonomický komentátor deníku Financial Times, jde ještě dále a zmiňuje, že nás čeká éra globálního Japonska.

Pokud je snaha deficit snížit, daří se to díky slabé ekonomice méně, než je nutné. Situace v Evropě je však odlišná tím, že oproti Japonsku se zde nevyskytuje deflace. Následující část práce se věnuje průběhu japonské krize detailněji.

Japonsko let osmdesátých bylo průmyslovým tygrem, a to zejména díky pokročilým technologiím (včetně know-how), kvalitním výrobkům a vysoké produktivitě práce. Díky těmto činitelům byla ekonomika této země vysoce konkurenčně schopná na zahraničních trzích a do Japonska plynuly příjmy z exportu. Tyto příjmy však v kombinaci s japonskou šetrností vedly k dramatickému nárůstu úspor v ekonomice. Následkem toho byly snižovány reálné úrokové sazby a zlepšovala se dostupnost úvěrů. Levné peníze na trhu byly příčinou narůstajících spekulací a nákupů rozmanitých aktiv. Centrální banka ve snaze omezit míru spekulací zvýšila úrokové sazby. Přesto se jí nepodařilo zabránit vznikající bublině. Po jejím splasknutí došlo k propadu cen nemovitostí o zhruba 87 %, než bylo vrcholné stádium bubliny. Prudký pokles cen znamenal pro japonské firmy ztráty. Investice do budov a akcií, plánované na dlouhá časová období ztratily velkou část své hodnoty, naproti tomu dluhy sloužící k financování těchto investic zůstaly na předchozí úrovni. Japonské firmy měly ve svých rozvahách díky tomu více pasiv než aktiv, což znamenalo zápornou hodnotu vlastního kapitálu. Jinými slovy, tyto firmy se nacházely v technickém bankrotu. Od toho reálného je uchraňoval přísun peněžních prostředků. Spotřeba japonských domácností totiž i po vypuknutí krize zůstala na stejné úrovni jako před ní a příjmy z exportu dokonce rostly. Firmy se z těchto příjmů snažily splácet své dluhy, a proto omezily své výdaje za zboží a investice. Znatelný byl také pokles ochoty firem půjčovat si další finanční prostředky. Sníženou poptávku po úvěrech nepomohlo obnovit ani snižování úrokových sazeb centrální bankou.

Tento vývoj, kdy v ekonomice poklesla poptávka, ceny a HDP vyvolal deflační spirálu. Deflace obecně není kompatibilní s ekonomickým růstem. Odrazuje spotřebitele od investic a utrácení, stejně jako firmy od dlouhodobých investic. Pojem, který je třeba zmínit v tomto kontextu, je tzv. dluhová deflace. Projevuje se v případě sílicí paniky a neochoty půjčovat a je doplněna rostoucí nezaměstnaností. Dlužníci v této situaci mají mnohem větší problémy se splácením či refinancováním svých dluhů. Jednou z cest, jak se z této dluhové deflace dostat, je zvyšování výdajů vlády, tyto výdaje dokáží suplovat

kolabující poptávku soukromého sektoru, udržují HDP a zabraňují propadu do ekonomické deprese. Hrazení těchto státních výdajů se bohužel neobejde bez půjček a tedy i navýšení deficitu. Právě díky státním investicím se podařilo Japonsku udržet HDP na úrovni vrcholu bubliny a míru nezaměstnanosti dokonce pod úrovní 5,5 %. Ukázalo se také, že díky těmto fiskálním stimulům se částečně podařilo firmám zajistit stabilní příjmy a dalo jim to možnost snížit rozdíl mezi aktivy a pasivy ve svých rozvahách.³⁷

Fiskální pobídky však přinášejí i své nevýhody, na příkladu japonské krize je ilustrováno, že při jejich předčasném ukončení ze strany státu, se země opět propadá do recese a nastává další – druhý pokles. Ten je doplněn dalším nárůstem opatrnosti na straně lidí i firem. Vzbuzuje totiž ztrátu jejich důvěry nejen v systém monetární, ale i fiskální. Druhou zásadní nevýhodou těchto pobídek je již zmíněné navyšování státního deficitu a s tím spojené zhoršení mezinárodního ratingu dluhopisů dané země. V případě Japonska se tyto dluhopisy dostaly v minulosti až na úroveň spekulativních dluhopisů. Současná japonská ekonomika, tzv. abenomika³⁸, se opírá o tři základní prvky na řešení situace - fiskální stimul, uvolnění měnové politiky a strukturální reformy cílené na navrácení konkurenceschopnosti japonských firem.

2.6 Charakteristika veřejného dluhu v kontextu dnešní doby

Jak vyplývá z předchozí části této práce, dluh v historii lidstva a s ním spojené dluhové krize nebyly ničím výjimečným. Přesto, že předchozí kapitola může vyznívat poněkud pesimisticky, dluh může být i užitečnou věcí. Například pro toho, kdo nemá zrovna vhodné využití pro své peníze a poskytne je za úplatu do banky, aby je využil lépe. Dluh tedy není pouze pejorativní pojem, jak by se z minulosti mohlo zdát. Přesto pro uvedení do souvislostí aktuální doby je nutné uvést to, jak je dluh charakterizován nyní. Dvořák definuje veřejný dluh jako: „*souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu*

³⁷ KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 978-80-7021-984-3. s. 54–71.

³⁸ Název odkazuje na hospodářskou politiku aplikovanou premiérem Japonska Šinzó Abem.

*bez ohledu na to, zda vznikly rozpočtovou cestou nebo jinak*³⁹. Velikost samotného dluhu veřejných financí pak ovlivňuje několik faktorů, jako jsou inflace či měnové kurzy, ale také převzetí závazků za různé ekonomické subjekty státem.

2.6.1 Výpočet veřejného dluhu

Pro samotný výpočet dluhu jsou státy Evropské unie (EU) povinny používat metodologii národních účtů ESA 95. Tato metodika bere v úvahu několik činitelů, mezi něž patří například i pohyby kurzu. Mezi její hlavní výhody patří, že podává komplexní obraz o hospodaření vládního sektoru. Z hlediska analytického navíc poskytuje větší výpovědní hodnotu pro posuzování fiskální politiky a její udržitelnosti v dlouhodobém horizontu. Je však poměrně náročná na datové zdroje.⁴⁰

2.6.2 Důvody vzniku veřejného dluhu

Příčiny vzniku veřejných dluhů jsou v zásadě dvě, jde jak o důvody ekonomické, tak i politické. Ekonomickými důvody lze chápat takové, které poskytují alternativu financování státních výdajů k zvyšování daní. Stát tak oproti zatížení občanů vyšším zdaněním vydává dluhopisy, které mohou občané nakoupit dobrovolně. Stát tímto krokem ale nutně navyšuje svůj veřejný dluh. Za důvody politické lze považovat takové kroky státu, kdy stát využívá krátkodobého uvažování voličů, kteří upřednostňují nižší daňové zatížení před vyššími vládními výdaji a neberou v potaz dlouhodobá rizika, která mohou následovat při užití takovéto politiky. Dalším důvodem je vliv zájmových skupin, lobbujících za své zájmy bez ohledu na veřejné finance a jejich aktuální stav.⁴¹ Krugman

³⁹ DVORÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1. s. 79–82

⁴⁰ Ministerstvo financí ČR. *Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986*. [online] 2007. [cit. 2014-03-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/metodiky/2007/hlavni-rozdily-mezi-esa-95-a-gfs-1986-9578>.

⁴¹ HAMERNÍKOVÁ, B. a MAAYTOVÁ, A. *Veřejné finance*. Wolters Kluwer, 2010. ISBN 978-80-7357-497-0. s. 263.

zmiňuje ještě jeden faktor, a to přesun břemene splácení vládního dluhu na úkor generací budoucích. Tedy upřednostňování vlastního prospěchu před odpovědností za budoucnost.⁴²

2.6.3 Způsob krytí veřejného dluhu

Pro krytí veřejného deficitu jsou využívány dva základní způsoby:

- *Emise dluhopisů* je způsob, kdy stát vydává a následně prodává dluhopisy s různou dobou splatnosti na domácím nebo zahraničním trhu. Pokud jde o vznik domácího dluhu, pak stát prodejem dluhopisů omezí poptávku domácích subjektů. Tím cílí na vyvolání poklesu hospodářského růstu spojeného s příjmem do rozpočtu. Pokud jde o vnější dluh, pak stát nevyužívá domácích subjektů, ale vyplacených úroků z dluhu, které jsou spotřebovávány subjekty zahraničními.⁴³ Z hlediska diverzifikace portfolia stát většinou využívá oba tyto způsoby emise dluhopisů.
- *Peněžní financování* je způsob, kdy je ke krytí deficitu využita půjčka od centrální banky. Ta přímo od vlády nakoupí dluhopisy, nebo vláde poskytne přímý úvěr.⁴⁴ Z důvodu rizika vysoké inflace je v řadě zemí takováto úvěrová emise peněz zakázána právními předpisy.⁴⁵

⁴² KRUGMAN, P. *Skoncovat s krizí*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2012. ISBN 978-80-7429-294-1. s. 118–119.

⁴³ PEKOVÁ, J. *Veřejné finance, úvod do problematiky*, 4.vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008. ISBN 80-86395-19-7.

⁴⁴ PEKOVÁ, J. *Veřejné finance, úvod do problematiky*, 4.vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008. ISBN 80-86395-19-7.

⁴⁵ To platí i pro Českou republiku, kde právní předpisy upravují postavení ČNB, jako nezávislé instituce na státě. Výjimečné postavení v tomto ohledu mají Spojené státy a Japonsko, kde je úvěrová emise peněz povolena.

2.6.4 Udržitelnost veřejného dluhu

Jak již bylo popsáno v první kapitole, samotné předlužení nebývá hrozbou. Proto je podstatné osvětlit, co je obecně chápáno pod pojmem udržitelná výše dluhu. Obecně je udržitelnost dluhu charakterizována jako schopnost státu dostát svým současným i budoucím závazkům. Jde tedy o schopnost státu hradit náklad dluhové služby, která se pojí se zadlužením. MMF definuje pro vymezení udržitelnosti veřejného dluhu tři základní kritéria. Za prvé jde o podíl veřejného dluhu k HDP, za druhé hodnotí fiskální politiku vlády a konečně za třetí jde o hodnocení celkového předlužení. Není vymezena přesná procentuální hranice rizika podílu veřejného dluhu k HDP, jde spíše o hodnocení stability veřejného dluhu v čase. Obecná doporučení pro udržitelnost dluhu kladou důraz na zodpovědnou fiskální politiku vlády, kdy by tato vláda měla v příznivých obdobích hospodářského cyklu, tedy zejména v období konjunktury, vytvářet rozpočtové přebytky pro hrazení dluhu vytvořeného v době recese. Z hlediska předlužení je považována za rizikovou zemi taková, která disponuje relativně vyšší váhou veřejného dluhu, než je hodnota vypočtená, hypotetická.

V neposlední řadě je pak další možností hodnocení zadlužení daného státu rating. Ten by měl objektivně posuzovat kreditní riziko spojené s jednotlivými emisemi dluhopisů. Informuje o tom, jak je posuzovaný subjekt schopen dostát v požadovaných termínech včas a plně výši svým závazkům. S ohledem na splatnost závazků se provádí krátkodobý rating (splatnost do jednoho roku) a dlouhodobý rating (splatnost delší než jeden rok). Výsledkem ratingu je udělení ratingové známky, ta odpovídá danému stupni pravděpodobnosti, s jakou je daný subjekt schopen plnit své závazky. Poté je emise zařazena do ratingové stupnice.⁴⁶ Ta rozděluje dluhopisy daného státu do kategorií. Tyto kategorie jsou u třech největších ratingových agentur Moody's, Standard & Poors's a Fitch Ratings lehce odlišné.⁴⁷ Obecně lze říci, že dělí dluhopisy do dvou základních

⁴⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozšířené a aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9. s. 257–259.

⁴⁷ Společné jsou nejvyšší ratingové známky AAA a nejnižší známka D.

skupin na investiční a spekulativní.⁴⁸ Pokud ratingová agentura ohodnotí dluhopis nejvyšší známkou AAA, pro věřitele to znamená vysokou pravděpodobnost, že dlužník dostojí svým závazkům. S nižším hodnocením, tedy nižším ratingem, tato pravděpodobnost klesá. O spekulativních dluhopisech lze hovořit od stupně hodnocení BB+, při takovémto a horším stupni hodnocení nelze z pohledu věřitele očekávat velkou pravděpodobnost, že dlužník svým závazkům dostojí.⁴⁹ Nad rámec toho existuje také již dříve zmíněná psychologická hranice věřitele. V případě, že úroveň dluhu překročí tuto pomyslnou hranici, zažádá o předčasné splacení dluhu, a to může být spouštěč dluhové krize.

2.6.5 Ovlivnění politiky státu existencí veřejného dluhu

Zadlužení státu má vliv na tvorbu politik. Ovlivňuje správu veřejných financí. Dluh sám o sobě vede k nutnosti splácet úroky pojící se s jeho vedením. Deficit veřejného rozpočtu je navyšován o náklady úroků z dluhu samotného. Existence těchto nákladů ovlivňuje možnost provádět aktivní fiskální politiku. Vlády mají omezenou možnost působnosti ve chvílích, kdy se objevuje potřeba provádět expanzivní fiskální opatření, a to zejména proto, že taková politika vede k dalšímu nárůstu veřejného dluhu. U existence dluhu je nutné také brát na vědomí to, kdo jsou konkrétní věřitelé. V případě nákupu vládních dluhopisů domácími investory jde pouze o přeskupování aktiv. Jiná je situace v případě nákupu zahraničního investora, v takové situaci jde o příliv kapitálu do dané země. Pokud je poté tento kapitál efektivně využit, může být efekt zadlužení velmi pozitivní. V neposlední řadě se však vládní dluhopisy stávají na investičních trzích konkurenty

⁴⁸ Emise vyšší bonity jsou zařazeny do investičního stupně. Tomu odpovídá nižší riziko, a tudíž tato emise přináší investorovi nižší výnos. Pro emise nižší bonity je to přesně naopak.

dluhopisů korporátních a v situacích, kdy roste jejich nabídka, mohou vytlačovat právě korporátní dluhopisy z trhu.⁵⁰

2.6.6 Možná obecná východiska ze zadlužení a pro snižování veřejného deficitu

Snižování dluhu obecně může vláda provést snížením veřejných výdajů či zvýšením daní. Vliv na snižování dluhu veřejných financí má také samozřejmě inflace. Nesnižuje reálnou hodnotu dluhu, ale nominální. Míra inflace je v demokratických zemích nezávislá na vládě a je určována politikou centrální banky. Přesto mají vlády možnost, jak mohou míru inflace ovlivňovat. Mohou emitovat dluhopisy, které nejsou na inflaci indexované. Poptávka po takových dluhopisech nebude ale logicky v inflačním prostředí vysoká. Další možností, jak může být dluh snížen, je jeho částečné či úplné odpuštění ze strany zahraničního věřitele. Dluh, respektive jeho reálnou hodnotu, také ovlivňuje měnový trh. A to zejména při denominaci domácího veřejného dluhu v měně zahraniční. Při zhodnocení domácí měny dochází k snížení reálné hodnoty veřejného dluhu. Cestou ke snížení dluhu může být také prodej státního majetku neboli privatizace. Zde je nutné poznamenat, že toto řešení má charakter krátkodobý a z hlediska dlouhodobého nebývá hodnoceno kladně. Při větší závažnosti zadlužení se nabízí žádost o finanční pomoc od mezinárodní organizace jako je MMF a následné vypracování záchranného plánu. Ten obsahuje většinou přísné instrukce ke snížení deficitu. Na druhou stranu uklidňuje investory a dává zemi čas na boj se zadlužením. O dalších, již konkrétních možnostech snižování dluhu, autor práce hovoří v následující kapitole na příkladu uvedených zemí Evropy.

⁵⁰ DVORÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1. s. 118-125. s. 126–132.

3. Vývoj dluhové krize na evropském kontinentu

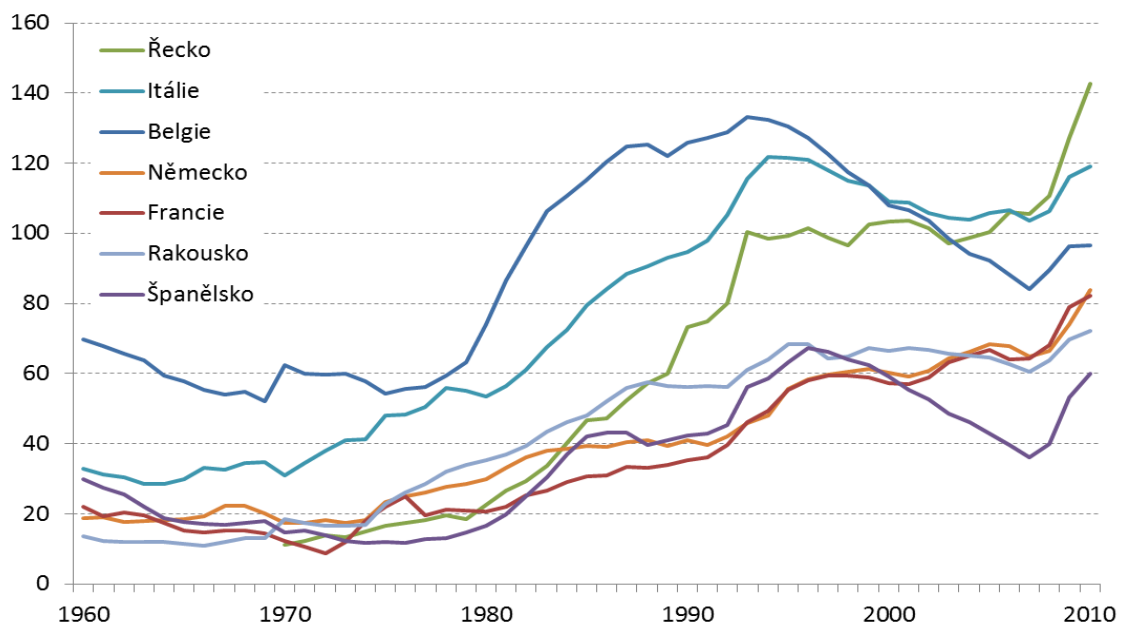
Ekonomiky vyspělého světa procházejí a bojují s krizí prakticky od roku 2007, respektive 2008, kdy v USA vypukla naplno krize hypoteční. Přesto, že se v prvním čtvrtletí roku 2009 zdálo, že krize dosáhla svého pomyslného dna, současné statistické ukazatele napovídají, že cesta k oživení bude ještě dlouhá a trnitá. V Evropě se první zprávy o krizi začaly objevovat během léta roku 2008. Evropský region zažil největší ekonomický propad od počátku 90. let. Poté, co se zhoršila fiskální pozice některých zemí a trhy na to reagovaly poptávkou po vyšších výnosech státních dluhopisů, transformovala se v krizi dluhovou.

Hlavním znakem, či lépe řečeno jedním z hlavních znaků současné dluhové krize v Evropě, je právě zvýšené zadlužení evropských států. Ač by se mohlo zdát, že tato krize je pouze problém evropský, není tomu tak. Díky rozsahu a propojení evropské ekonomiky s ekonomikou globální se tato krize dotýká celého světa. Rizika spojená se státními deficity mají obecně větší rizikový potenciál, než například právě krize hypoteční z roku 2008.

3.1 Prvotní příčiny současné evropské dluhové krize

Při pátrání po příčinách evropské dluhové krize je nutné uvést určité souvislosti. Počátky nárůstu zadlužení většiny evropských států lze hledat o několik desetiletí zpátky. Jak je možno vypožorovat z následujícího obrázku 4, poměr zadlužení k HDP u vybraných zemí eurozóny stoupá od první poloviny 70. let a 80. let. Tato doba se pojí zejména s koncem Brettonwoodského měnového systému, dvěma ropnými šoky, rozšířením sociálního státu a obdobím vyšších úrokových sazeb.⁵¹

⁵¹ ALI ABBAS, S. M., BELHOCINE, N. Lessons from a century of large public debt reductions and build-ups. *VoxEU.org*. [online]. [cit. 2011-04-05]. Dostupný z: <http://www.voxeu.org/article/century-public-debt-and-what-have-we-learned>.



Obrázek 4: Veřejný dluh v poměru k HDP vybraných zemí eurozóny (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat MMF; Carmen M. Reinhartová & Kenneth S. Rogoff

Nyní je možno se posunout na pomyslné přímce času z let 70. a 80. blíže současnosti, a to do roku 1999. Právě v tomto roce, 1. ledna, došlo k zavedení společné evropské měny, eura. To se nejprve používalo pro platby bezhotovostní a o tři roky později přibýly k bezhotovostnímu platebnímu styku i euromince a eurobankovky. Každá země vstupující do Evropské hospodářské a měnové unie (EMU) byla nucena při zavedení eura splnit maastrichtská (konvergenční) kritéria, která vyplývají z článku 140 Smlouvy o fungování Evropské unie.

Tato kritéria jsou čtyři, jde o:

1. Dosažení vysokého stupně cenové stability patrné z míry inflace (průměrná roční inflace tedy nesmí překročit o více než 1,5 procentního bodu průměrnou roční inflaci tří členských zemí s nejlepšími hodnotami inflace),
2. Stabilitu devizového kurzu (po dobu dvou let dodržování normálního flukтуаčního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému),

3. Stálost konvergence dlouhodobých úrokových sazeb (dlouhodobá nominální úroková míra nesmí přesáhnout o více než dva procentní body průměr tří zemí s nejlepšími výsledky, co se cenové stability týče),
4. Veřejné finance (podíl deficitu veřejného rozpočtu k HDP musí být menší než 3 % a podíl veřejného dluhu k HDP nesmí překročit více jak 60 %).⁵²

Maastrichtská kritéria jsou rozhodnutí a hodnoty stanovené politicky, přesto jim nemůže být upřen jistý smysl.

Při vstupu do EMU, jak již vyplynulo z úvodu kapitoly a také například z obrázku 4, měla většina zemí deficitní finance. Eurozóna jako celek pak od svého počátku neměla ani jednu přebytkový rozpočet. Názornou ilustrací může být hospodaření Francie, která měla vyrovnaný rozpočet naposledy v roce 1974 (viz Příloha 1). V současnosti je jedinou fiskálně disciplinovanou zemí Německo. Pod pojmem fiskálně disciplinovaná lze uvést takové země, které mají kladný primární, cyklicky očištěný přebytek vládního sektoru. Naprostá většina ekonomik eurozóny jsou tedy z tohoto pohledu deficitní.

Euro se krátce po zavedení stalo po americkém dolaru druhou nejvýznamnější měnou na mezinárodních trzích. Zavedení této měny bylo očekáváno s velkým optimismem. Mělo napomoci k větší stabilitě členských zemí a jejich ochraně před měnovými výkyvy. Kromě obchodních výhod spojených s jednotnou evropskou měnou, byl očekáván také rychlejší hospodářský růst, spojený se vznikem optimální měnové oblasti⁵³ a zlepšením situace na evropském trhu práce. Naproti tomu určitá heterogenost jednotlivých států měnové unie právě v době krize přináší neopomenutelné náklady

⁵² POSLANECKÁ SNĚMOVNA PARLAMENT ČESKÉ REPUBLIKY. *Smlouva o fungování Evropské Unie* [online]. Praha: Parlamentní institut, leden 2008. [cit. 2013-01-18]. Dostupný z: www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=20555. s. 56.

⁵³ Lubor Lacina ve své knize *Měnová integrace* charakterizuje deset základních podmínek pro optimální měnovou oblast. Jsou to: 1) Vysoká mobilita výrobních faktorů, 2) Flexibilita cen a mezd, 3) Dostatečná velikost a otevřenost ekonomiky, 4) Diverzifikace produkce a spotřeby zboží, 5) Strukturální podobnost tvorby HDP, 6) Podobná míra inflace, 7) Integrovaný finanční trh, 8) Integrace fiskální, 9) Variabilita reálného měnového kurzu, 10) Dlouhodobý zájem a podpora této optimální měnové oblasti.

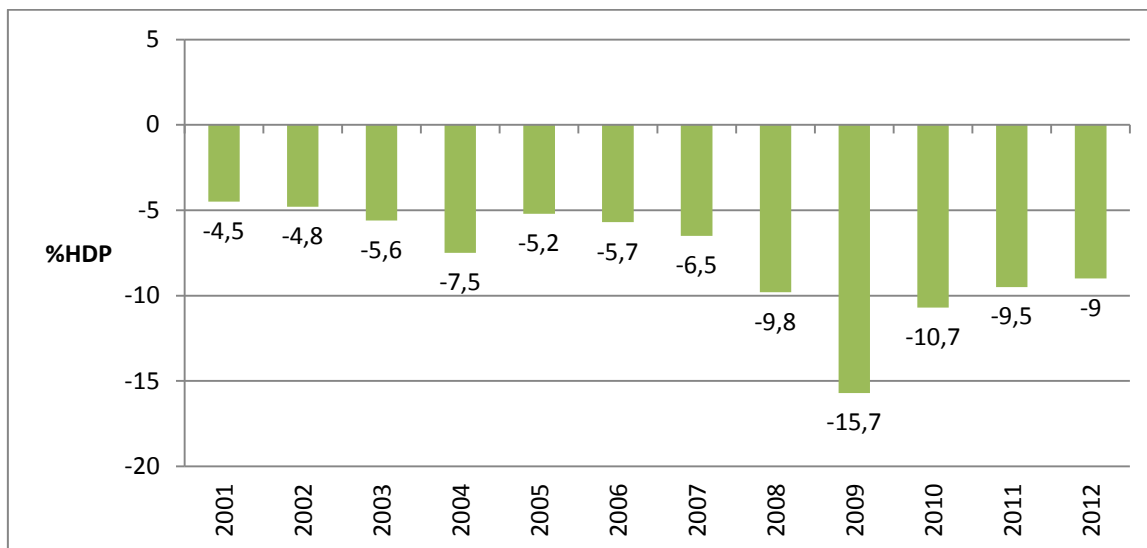
a rizika spojená s dluhovou krizí. Jednotná měnová politika je určována Evropskou centrální bankou (ECB), ta se uchýlila od roku 2008 ke snižování úrokových sazeb (viz Příloha č. 2) a tedy i zvyšování peněz v oběhu. To vše s cílem podpořit ekonomiku eurozóny, ale zejména Německa. Snižování sazeb mělo ale za následek přehřátí ekonomiky některých zemí periferie EU. To bylo doplněno nárůstem mezd a nákladů v některých z těchto zemích a jejich následné ztrátě konkurenceschopnosti. Právě zavedení eura v některých státech, které nebyly na jeho zavedení dostatečně hospodářsky vyspělé, způsobilo, že se pro ně stalo příliš silnou měnou. Dostaly se do situace, kdy se úvěry pro tyto země staly levnějšími, na druhou stranu při případných problémech se země bez měnové politiky vzdává s přijetím společné měny možnosti devalvace či depreciace a tedy i podpory své ekonomiky v problémech. To postihlo nejvíce země olivového pásu Evropy, pro něž se v odborné literatuře také používá zkratka GIPSI. Jde jmenovitě o Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko a Itálii. Tyto země zasáhla dluhová krize nejvíce. Nyní je možno se podívat na příčiny, které způsobily krizi v některých z těchto zemích.

3.2 Průběh krize v Řecku

Řecko je považováno od dob vypuknutí krize za zemi s nejmenší kázní, co se správy veřejných financí týče. V minulosti probíhaly dokonce diskuse o nutnosti odchodu Řecka z EMU. I proto je tato podkapitola věnující se příčinám krize v Řecku podrobnější než v případě dalších států GIPSI. Před analýzou řeckých problémů je na tomto místě nutné zmínit také to, že Řekové, nebo lépe řečeno řecká vláda, si na problémy ohledně dodržování maastrichtských kritérií a správy dluhu zadělali již podvody a manipulacemi se statistickými údaji při zavádění eura. To samozřejmě ukazuje i na jisté slabiny v kontrolním systému EU a v nastavení maastrichtských kritérií.

Následující obrázek 5 ilustruje rozpočtový deficit Řecka v časovém období od roku 2001 do roku 2012. Jak je z grafu patrné, potíže s deficitem v Řecku mají dlouhodobý charakter. Pokud lze řecký deficit hodnotit optikou maastrichtských kritérií, podle kterých by podíl veřejného dluhu k HDP neměl překročit 3 %, je možno vidět z uvedeného grafu, že tato podmínka nebyla dodržena ani v jednom z uvedených let. V roce 2009, kdy v Řecku krize probíhala naplno, byl schodek dokonce více jak pětinasobný oproti doporučené výši.

Poslední roky ukazují, že ani přes poskytnutou pomoc zatím řecká vláda není aktuálně schopna upravit svůj rozpočet tak, aby dosahoval přebytků. Je ale zřejmé, že poměr zadlužení se v mírných krocích snižuje a současný trend deficitu k HDP má klesající tendenci.



Obrázek 5: Rozpočtový deficit Řecka k HDP (v %)

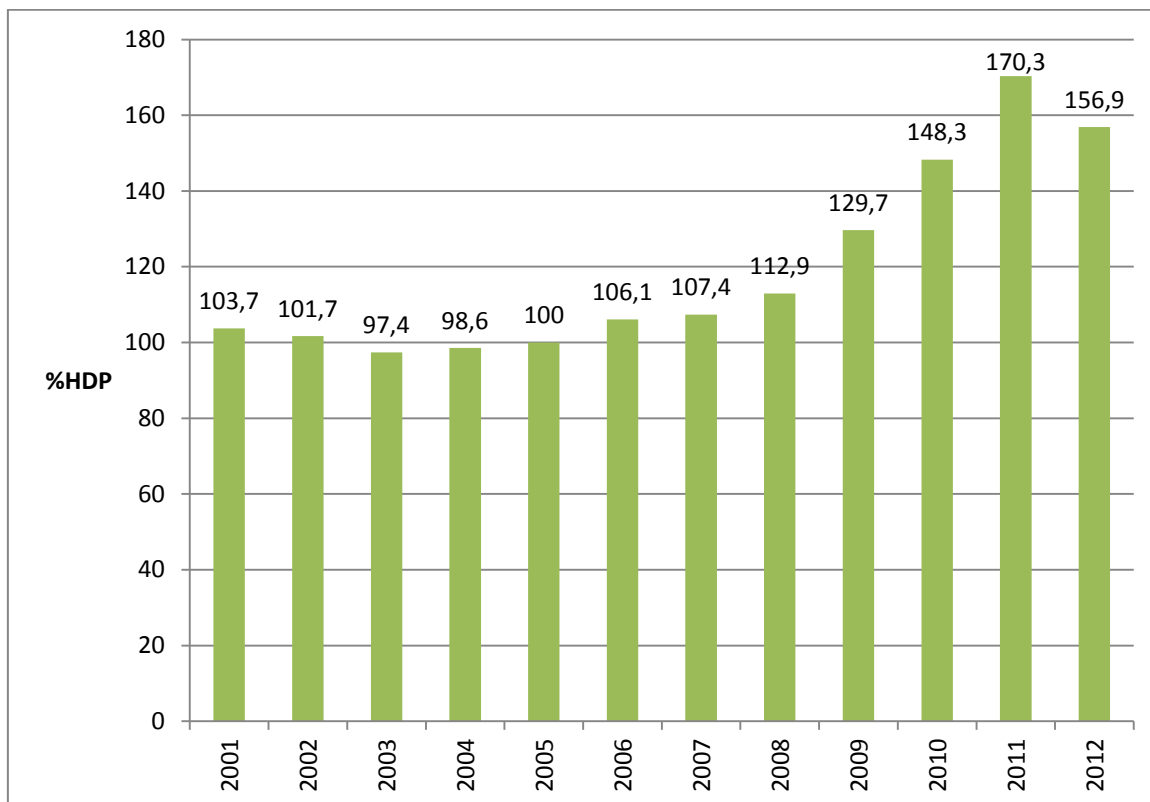
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Jak již bylo uvedeno v předchozí části této práce, jedním z dalších přístupových kritérií je poměr veřejného dluhu k HDP, který by tento poměr neměl překročit doporučenou hranici 60 %. Jak je patrné z obrázku 6, ani toto kritérium dlouhodobě Řecko není schopno naplňovat. Již v předkrizové době dosahoval řecký dluh 100 % HDP. Stav veřejných financí lze tedy považovat za velmi kritický, zemi dokonce hrozil v roce 2011 bankrot. Poslední čtyři roky je Řecko závislé na úvěrech s nízkým úrokem, které této zemi poskytl MMF a země eurozóny v situaci, kdy si nemohlo vypůjčit peníze na trzích. Od zemí eurozóny a MMF získalo Řecko nejprve 2. května 2010 částku 80 mld. eur⁵⁴, tento záchranný balíček však problémy země nepomohl vyřešit a následovala další finanční pomoc přiřknuta 14. března 2014 ve výši 164,5 mld. eur.⁵⁵ V současné době činí úhrn těchto dvou částek finanční pomoci Řecku v úhrnu již 244,5 mld. eur. Do této částky je

⁵⁴European Commission. Financial assistance to Greece. [online]. © European Union, 1995-2014 [cit. 2014-03-18]. Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility.

⁵⁵ Tamtéž.

započítán i příspěvek Evropského nástroje finanční stability (EFSF). Její poskytnutí bylo věřiteli podmíněno reformami s vládními škrty. I tato částka se pochopitelně projevila na datech v obrázku a je zřejmé, že i díky ní došlo v posledních dvou letech k restrukturalizaci státního dluhu.



Obrázek 6: Veřejný dluh Řecka k HDP (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

3.2.1 Přijatá opatření

Řecko kupilo své dluhy již dlouho před krizí a platilo vysoké náklady spojené s úvěry. Po roce 2008 se však situace razantně zhoršila. Přesto vlády v Aténách měly z počátku k reformním krokům a úsporným opatřením laxní přístup. Obrat přišel až na začátku roku 2010, kdy pod vedením premiéra Jorgose Papandrea⁵⁶ vláda začala řešit kritickou situaci veřejných financí. Během prvních dvou měsíců tohoto roku byla navržena důchodová

⁵⁶ Fakticky byl Jorgos Papandreu ve funkci premiéra od 6. října 2009 do 11. listopadu 2011. K největším reformním krokům však dochází až na počátku roku 2010. Je členem strany PASOK.

a daňová reforma a plán snížení mezd ve veřejném sektoru. Tyto úsporné návrhy se setkaly s vlnou nevole ze strany řeckých občanů. Ti na protest zorganizovali na den 26. února 2010 generální stávkou, v pořadí druhou za poslední dva týdny.⁵⁷ Po této stávce vstoupil do dění v Řecku právě MMF a orgány EU s návrhem záchranného balíčku. Poté poskytly zemi v mezidobí postupně již zmíněnou částku 244,5 mld. eur. Problém Řecka byl samozřejmě i v tom, že ho tížily zmíněné vysoké náklady na obsluhu dluhů. Navíc euro nedovolovalo Řekům měnu devalvovat. Vlády tedy začaly přistupovat k úsporným opatřením až po poskytnutí první části půjčky, a to zejména pod tlakem MMF a EU z obav, že jim nebude poskytnuta další část finanční pomoci.

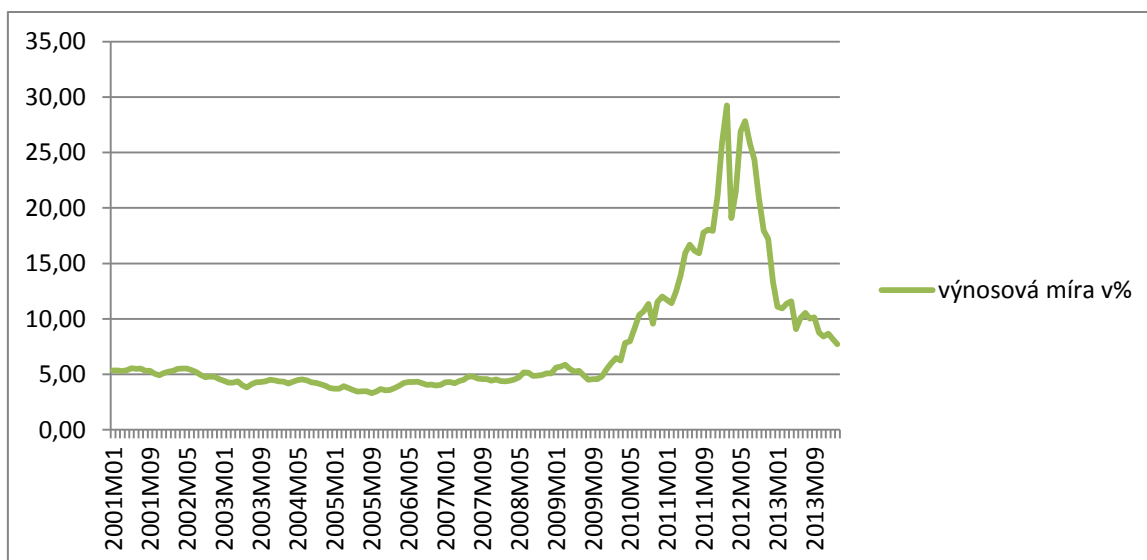
Z obrázku 7 na následující stránce je možno vypožorovat, že pro řecký stát nebylo možné financovat pomocí státních dluhopisů veřejné výdaje. Riziková premie⁵⁸ se začala projevovat od listopadu roku 2009, kdy výnosová míra začala prudce vzrůstat, v tomto měsíci dosahovala hodnotu 4,84 %. O rok později již dosáhla hodnoty 11,52 %. V červnu 2012 pak dosáhly dluhopisy maximální výnosové míry 27,82 %. Nutno poznamenat, že Řecko bylo v roce 2010 vyloučeno z finančních trhů a fungovalo právě pouze díky pomoci nízkých úvěrů od EU a MMF. Právě s ohledem na vysoký výnos státních dluhopisů nebylo Řecko schopno půjčovat si na finančních trzích.

V současné situaci dochází ke změně a Řecko se vrací na dluhopisové trhy. Země na začátku dubna letošního roku prodala pětileté dluhopisy v objemu 3 mld. eur s výnosem 4,95 %. Objem prodaných dluhopisů předčil očekávání řecké vlády. Přesto je nákup těchto dluhopisů považován ratingovými agenturami stále za spekulativní investici. Agentura Moody's hodnotí dluhopisy známkou Caa3, tedy devět stupňů od známky investiční. U agentur Standard & Poors's a Fitch Ratings mají dluhopisy o něco lepší známku a pohybují se šest stupňů od investičního doporučení. Ačkoliv si Řecko nese

⁵⁷ KITSANTONIS, N., 2010. *Greeks Strike for 2nd Time Against Steps to Cut Deficit*. Late Edition (East Coast) ed. New York, N.Y.: , Feb 25, ProQuest Central. ISBN 03624331.

⁵⁸ Ta lze rozdělit na likvidní premii, kdy platí, že u likvidnějších dluhopisů je nižší likvidní riziko. A kreditní (defaultní) premii, ta udává riziko defaultu emitenta dluhopisu. Při zhoršení důvěry investorů v emitenta a požadují vyšší rizikovou premii, a s ní spojený vyšší úrok u dluhopisu.

stále obrovské břemeno zadlužení, trhy zareagovaly na nabídku dluhopisů s poměrně velkým zájmem.⁵⁹ To do jisté míry ilustruje předpoklad investorů, že při dalších potížích očekávají případně opětovnou pomoc ze strany eurozóny tak, aby Řecko uchránila před bankrotem. Přesto je možno emisi vnímat jako důležitý milník na cestě země z dluhové krize.



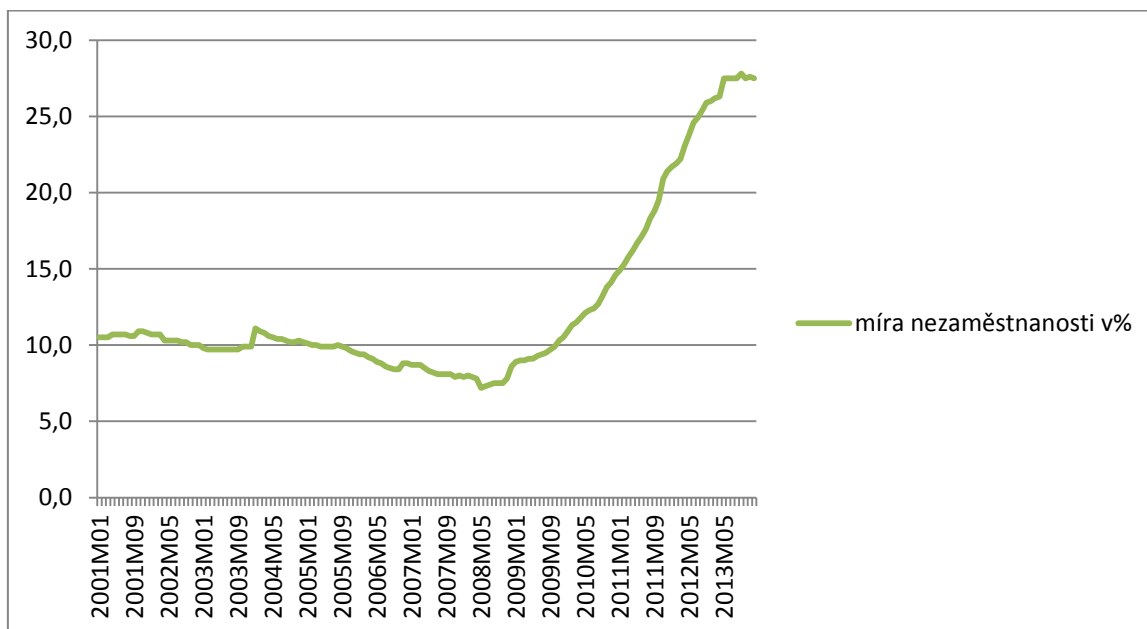
Obrázek 7: Výnosy řeckých státních dluhopisů

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Dalším problémem, s kterým se Řecko potýká, je vysoká míra nezaměstnanosti. Zaměstnanost, respektive ukazatele s ní spojené, jsou obecně důležitým indikátorem. To zejména proto, že odráží částečně i stabilitu a úroveň daného blahobytu v zemi. Lidé jsou spokojeni ve společnostech, která jim dávají příležitost k placené práci a využití jejich potenciálu. Míra nezaměstnanosti v Řecku, jak vyplývá z obrázku 8, se v předkrizových letech pohybovala okolo 10 %. V listopadu 2011 se poprvé přehoupla přes 20 %, v druhé polovině roku 2012 pak dosáhla úrovně vyšší jak 25 % a přes mírné výkyvy dosahuje dnes 27,5 %. Bez práce je tedy více jak čtvrtina aktivní populace. Řecko tak drží prvenství s nejvyšší mírou nezaměstnanosti mezi členskými státy EU. U mladých lidí ve věku od 15 do 25 let dosahuje výše nezaměstnanosti za prosinec roku 2013 míry

⁵⁹ BBC.com. Huge investor demand for Greek five year bond. [online]. April 10, 2014 10:10 AM [cit. 2014-04-18]. Dostupný z: <http://www.bbc.com/news/business-26967027>.

58,3 %.⁶⁰ Z celkového počtu nezaměstnaných je pak okolo 72 % lidí bez práce více jak rok. A tedy nemají nárok ani na podporu v nezaměstnanosti, která se pohybuje v Řecku okolo 360 eur (9850 Kč) měsíčně.⁶¹



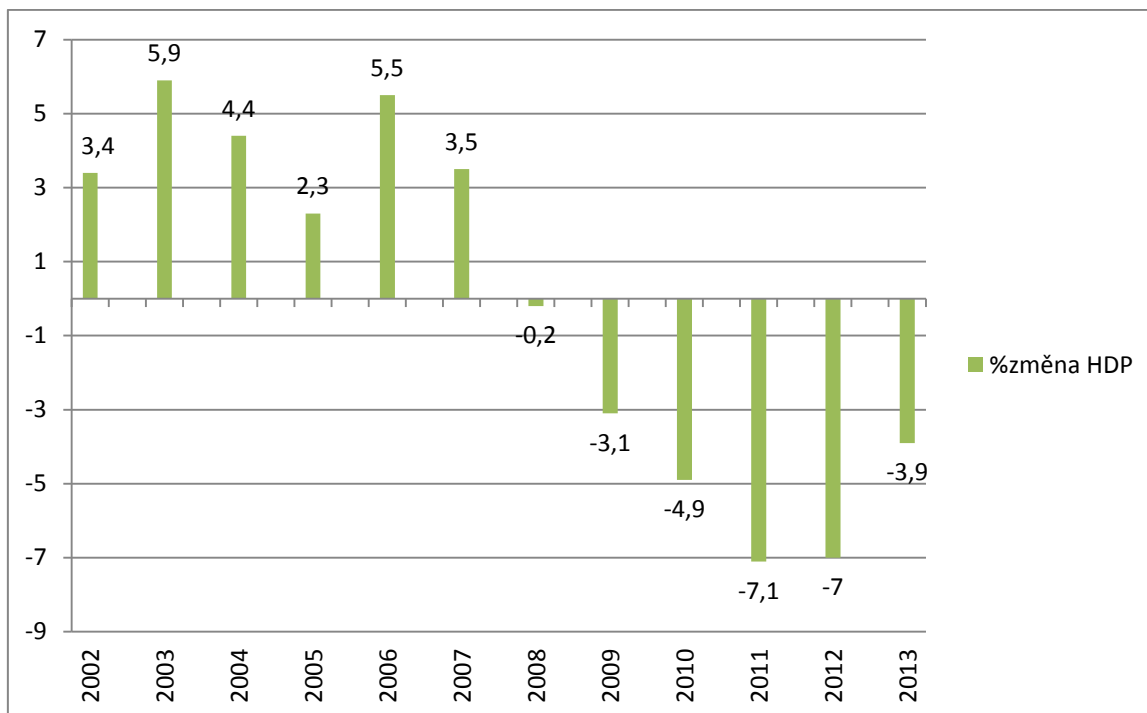
Obrázek 8: Míra nezaměstnanosti v Řecku (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

HDP je jedním z nejpoužívanějších makroekonomických ukazatelů, je tedy možno se nyní podívat na jeho vývoj v Řecku. Jak vyplývá z obrázku 9 na následující straně, v době před krizí se meziroční vývoj HDP pohyboval tempem růstu okolo 4 %. Od příchodu recese však HDP klesl o více jak čtvrtinu. Řecká ekonomika i nadále zůstává závislá na slabé domácí spotřebě. Export, který by pomohl spotřebu zvýšit, není dostatečně konkurenceschopný.

⁶⁰ Eurostat. Euro area unemployment rate at 11.9%. [online]. April 1, 2014. [cit. 2014-01-18]. Dostupný z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042014-AP/EN/3-01042014-AP-EN.PDF.

⁶¹ Patria Online. Nezaměstnanost v Řecku stoupla na rekordních 27,5 procenta. [online]. [cit. 2014-01-18]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2587077/nezamestnanost-v-recku-stoupla-na-rekordnich-275-procenta.html>.



Obrázek 9: Vývoj řeckého HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Růst řeckého HDP je závislý zejména na turismu. V tomto ohledu Řecku napomáhá politická krize v Egyptě, kvůli níž Evropané hledají jiné destinace pro levné dovolené. Největším exportním partnerem pro řecký obchod zůstává Turecko. Vývoj HDP v zemi a fiskální politiku obecně ovlivňuje také nízká transparentnost a s ní spojené vyhýbání se daňovým povinnostem a daňové úniky. Některé odhady hovoří o tom, že dobře provedená daňová reforma zaměřená proti únikům a zefektivnění veřejné správy by Řecku mohla přinést až 5 % HDP. Vítaným krokem jsou naopak nedávné důchodové reformy. Očekává se, že v následujících letech budou strukturální reformy doplněny o aktivní politiku na trhu práce a snížení vysoké nezaměstnanosti.

V době, kdy je psána tato práce, probíhají jednání o další finanční pomoci řeckému státu, která bude mít pravděpodobně formu mírnějších podmínek bilaterálních půjček. Politickou stabilitu v zemi štěpí nálady obyvatelstva, které se dělí mezi ty, kdo chtějí méně úspor, a ty, kdo nechtějí žádné. Historie Řecka se navíc v minulosti vyznačovala pravicovým extremismem, který následoval po období ekonomického kolapsu. Za pozornost v tomto ohledu stojí nárůst podpory neofašistické strany Zlatý úsvit, která je notoricky známá

svými útoky na imigranty. Je tedy otázkou, zda země dokáže krizi překonat nejen po stránce ekonomické, ale zejména politické.

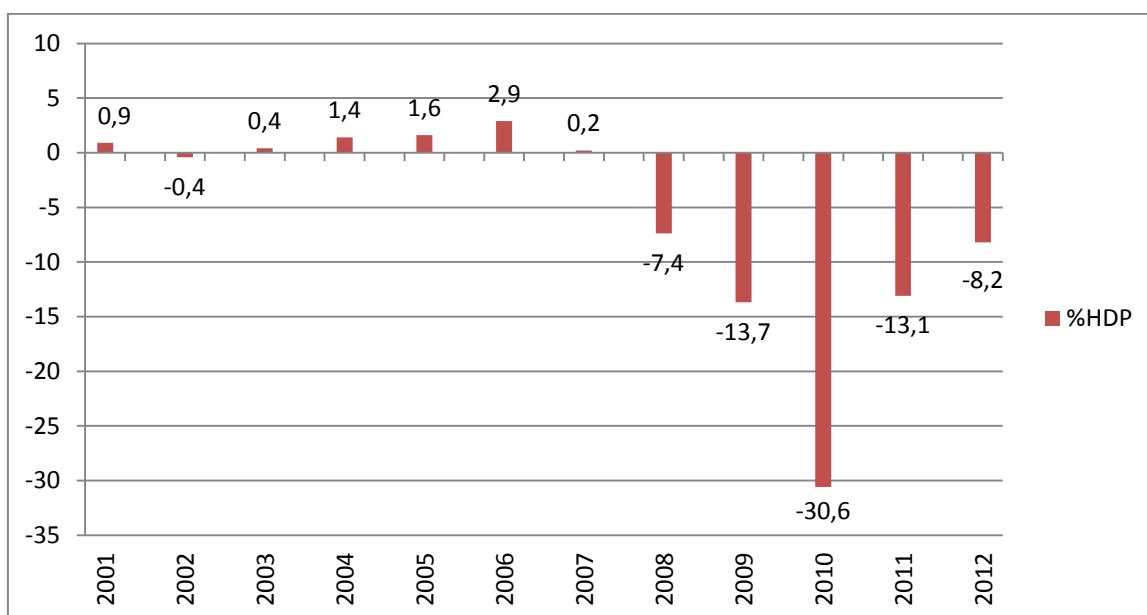
3.3 Průběh krize v Irsku

Irsko až do 80. let patřilo spíše mezi chudé státy čelící vlnám vystěhovalců. Teprve reformy provedené v 80. a 90. letech posunuly tuto zemi mezi vyspělé státy Evropy. Irsko bylo dlouho vzorem odpovědného hospodaření s veřejnými financemi. Díky ekonomickému vzestupu si země dokonce vysloužila označení „keltský tygr“. Navíc od vstupu do EMU patřilo k zemím s nejvyšším hospodářským růstem a generovalo rozpočtové přebytky. Politika nízkých daní v kombinaci s kvalifikovanou pracovní silou se staly základem pro příliv zahraničního kapitálu do této země. Import kapitálu byl nejprve využíván k rozvoji průmyslu, ovšem později začal být užíván k bezprecedentnímu financování boomu na trhu s nemovitostmi. To mělo za následek převis nabídky nad poptávkou a k vzniku cenové bubliny. Obecně by šlo boomu nemovitostního trhu zabránit změnami monetární politiky ze strany centrální banky. To však nebylo v Irsku, členském státu EMU, možné. Se splasknutím nemovitostní bubliny v roce 2007 ustal i import kapitálu proudícího do země. Nemovitosti, které do té doby byly zástavou hypotečních úvěrů, ztratily svoji hodnotu⁶². To se projevilo samozřejmě v rozvahách irských bank. Některým z velkých irských bank hrozila insolvence. Do problematické situace tak vstoupil irský stát, který se zaručil nejen za vklady věřitelů, ale dokonce i za bankovní půjčky. Došlo tedy fakticky tzv. bail-outu bank, respektive k převzetí dluhů soukromého sektoru veřejným sektorem. Jak se později ukázalo, garance zejména za bankovní půjčky developerů nebyla moudrým rozhodnutím. Převzetí těchto závazků vedlo k eskalaci státního dluhu a Irsko bylo nuceno požádat o finanční pomoc. Následující obrázky ilustrují výše popsaný vývoj irského hospodářství.

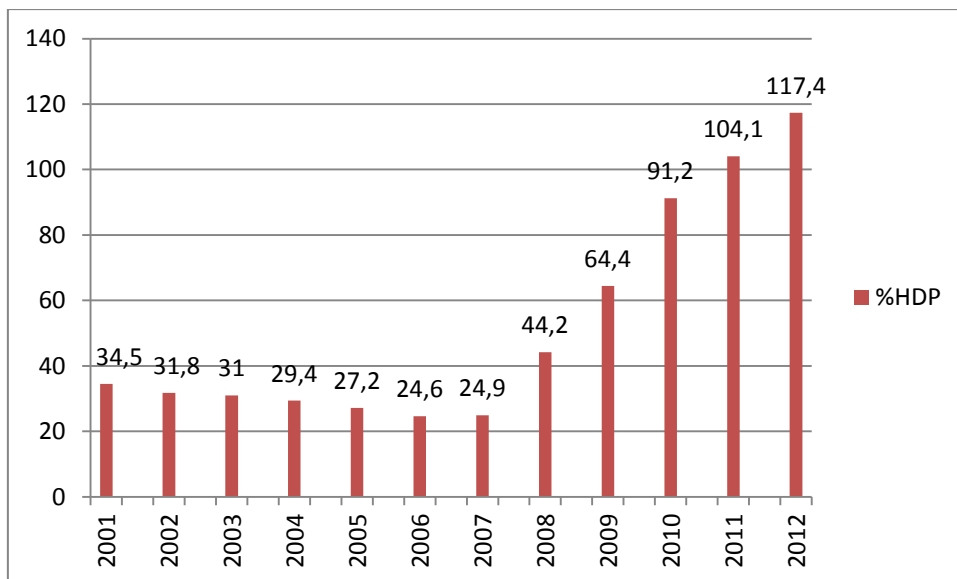
Jak je patrné z obrázku 10, Irsku se v letech před krizí do roku 2008 dařilo řídit své veřejné finance. Dokonce docházelo, s výjimkou roku 2002, i ke generování rozpočtových

⁶² Pozn. autora: Dnes jsou k vidění v okolí Dublinu tzv. města duchů, developerské projekty, které nestihly být díky splasknutí bubliny dokončeny, nebo marně čekají na své nájemníky.

přebytků. Ty poté mohly být a byly využívány, jak bude možno vidět později na obrázku číslo 8, k postupnému snižování státního dluhu. Po propuknutí krize v USA se díky provázanosti ekonomik přesunuly problémy amerického kontinentu do Evropy. Pozdější převzetí platebních závazků souvisejících s výše zmíněnými problémy irských bank vedlo k explozivnímu nárůstu státního dluhu. Ten se začal projevovat již v roce 2008. Po dalším nárůstu rozpočtového deficitu v roce 2009, následujícího roku 2010 gradoval deficit veřejného rozpočtu enormní hodnotou 30,6 % k HDP. I díky zavádění opatření, kterým se autor bude věnovat později v této části věnované irskému průběhu krize, dochází v současnosti ke snižování veřejných schodků.



Obrázek 10: Rozpočtový deficit Irska k HDP (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu



Obrázek 11: Veřejný dluh Irska k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

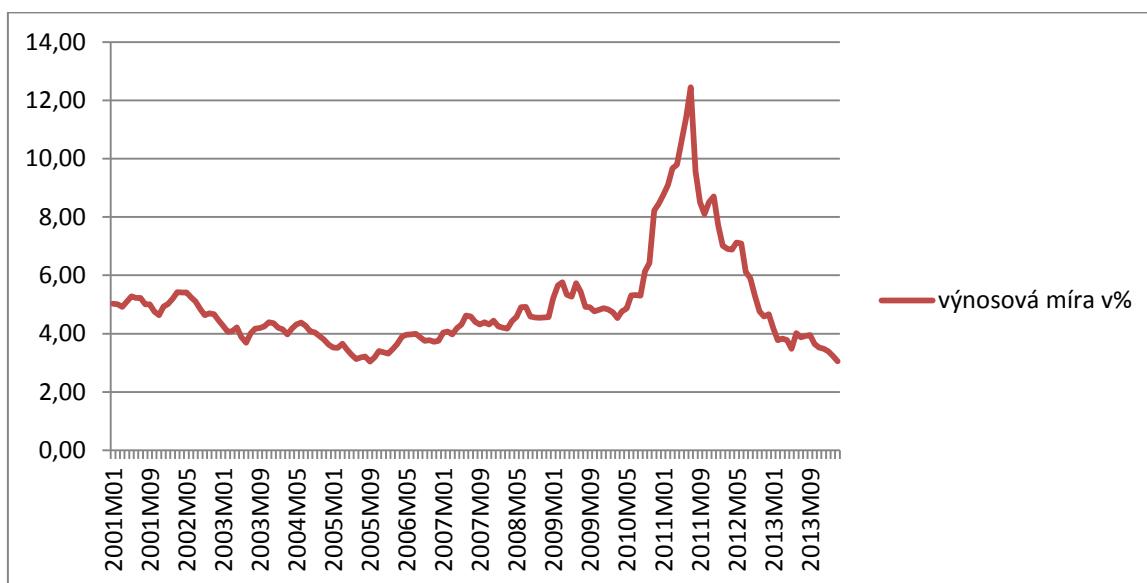
Na výše uvedeném obrázku 11 lze vidět, jak přebytky, které stát generoval v předkrizovém období, napomáhaly irské vládě snižovat poměr dluhu k HDP postupně z 34,5 % roku 2001 až k hranici okolo 25 %. Bankovní, a později dluhová krize, však vedla k nárůstu zadluženosti Irska o více jak 100 % k HDP. Jde o obrovskou zátěž veřejných financí, s kterou se bude Irsko nuceno vypořádat.

3.3.1 Přijatá opatření

Po nárůstu rozpočtového deficitu vzrostl irský veřejný dluh. To se projevilo nárůstem výnosové míry irských dluhopisů. Pro zemi bylo nemožné financovat deficit na dluhopisových trzích. Jak je patrné z obrázku 12, riziková prémie rostla rapidně od srpna roku 2010. Svého maxima 12,45 % pak dosáhla výnosová míra v červenci 2011.

V prosinci 2011 pak lze sledovat další pokles zapříčiněný nekonvenční politikou ECB. Ta využila programu dlouhodobých refinančních operací (long term refinancing operations

neboli LTRO)⁶³. ECB pomocí LTRO dodala likviditu nejprve 21. prosince 2011 v objemu 489 mld. eur a poté 29. února 2012 v objemu 529 mld. eur.⁶⁴ I díky tomu výrazně poklesla výnosová míra u irských dluhopisů. Od té doby následovalo zklidnění trhů a příznivý trend. Letošní březnová hodnota dosahuje výnosové míry 3,05 %. Poté, co byla irským dluhopisům přiřazena ratingová hodnota spekulativní, nesou dnes opět známku investiční. A v roce 2013 se podařil jejich návrat na dluhopisové trhy. Tomu ale předcházela investiční pomoc Irsku, na kterou je možno se nyní podívat detailněji.



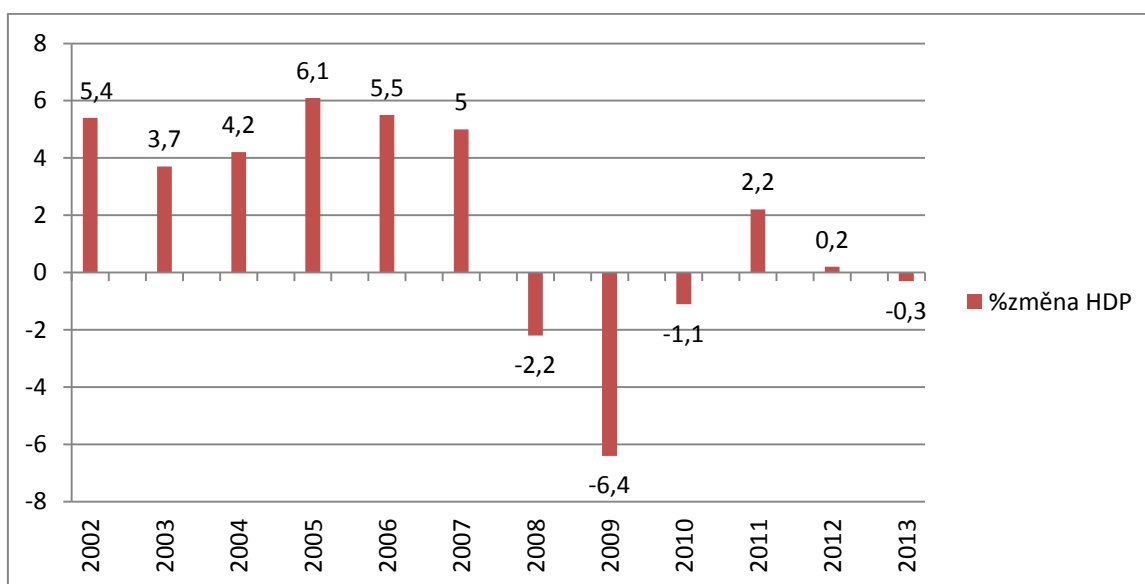
Obrázek 12: Výnosy irských státních dluhopisů
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Irská vláda byla nucena sanovat domácí banky, které po splasknutí realitního boomu nahromadily ztráty v řádech desítek miliard eur. Díky tomu, jak již bylo uvedeno výše, vzrostl prudce deficit a dluh země. Ta byla nucena podat žádost o finanční pomoc. Po jejím

⁶³ Jde o nástroj centrální banky, která díky tomuto nástroji může stahovat či dodávat likviditu na trh. Jde o operaci, kdy jedna strana přijme jistinu a oproti ní dodá protistraně hotovost. Po uplynutí určité smluvené doby se transakce opakuje v opačném provedení a dochází k tzv. reverzní transakci. ECB může využít postavení na obou stranách této transakce. ECB využívala tento druh transakce se záměrem vložit likviditu na trh s dluhopisy a zklidnit situaci. ECB využila tohoto nástroje v poprvé v roce 2003. Poté v březnu roku 2008, prosinci 2011 a únoru 2012.

⁶⁴ ECB. Open market operations. [online]. [cit. 2014-01-23]. Dostupný z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

schválení od MMF, Evropské komise a ECB, Irsku 28. listopadu 2010 poskytnuta ve výši 85 mld. eur.⁶⁵ Poskytnutá finanční pomoc byla ze strany věřitelů garantována za předpokladu plnění tří podmínek. Mezi ně patří zaprvé okamžité kapitálové posílení a reorganizace bankovního systému, dále pak změna fiskální politiky a s tím spojené provedení korekcí rozpočtu veřejných financí do roku 2015. V neposlední řadě zavedení prorůstových reforem na trhu práce, které mají za cíl návrat k udržitelnému ekonomickému růstu.⁶⁶ Kompletní čerpání pomoci Irsko ukončilo na konci roku 2013 a stalo se tak první zemí eurozóny, která mezinárodní záchranný program úspěšně dokončila. Z obrázku 13 je zřejmé, jak tento finanční balíček ovlivnil základní makroekonomický ukazatel.



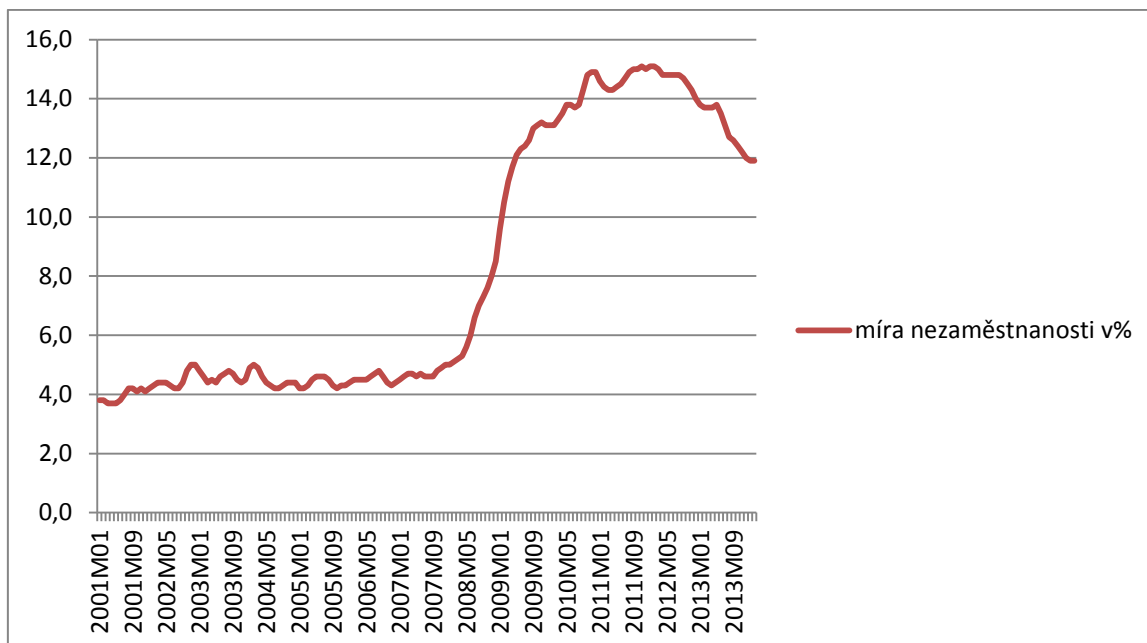
Obrázek 13: Vývoj irského HDP (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

⁶⁵ Částka byla rozdělena na dvě části. První část je příspěvek od samotného Irska ve výši 17,5 mld. EUR (pochází ze zdrojů od ministerstva financí a z irského národního penzijního fondu), druhá část je externí zdroj financování pomoci Irsku ve výši 67,5 mld. EUR. Z nichž 22,5 mld. poskytl MMF, 22,5 mld. dále poskytl EFSM a zbylých 17,7 mld. EUR pocházelo od EFSF a bilaterálních půjček Velké Británie, Dánska a Švédska.

⁶⁶ EFSF. European Financial Stability Facility: FAQ. [online]. [cit. 2014-03-17]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%2004032013.pdf>.

Jak již bylo zmíněno v úvodu této části o průběhu krize v Irsku, země dosahovala v období před splasknutím realitní bubliny jednoho z nejvyšších meziročních růstů HDP. S příchodem krize se tento vývoj změnil a v následujících letech zaznamenala irská ekonomika propady. Následovalo čerpání finanční pomoci a plnění podmínek s tím souvisejících. Od svého nástupu k moci v roce 2011 uskutečnila vládní koalice Fine Gael (Klan Keltů) a levicoví labouristé⁶⁷ v tomto ohledu poměrně razantní, ale nutné škrty na straně výdajů na cestě k vyrovnanému rozpočtu. Šetření se projevilo také v soukromé sféře, kdy byly nuceny malé a střední podniky zeštíhlit svoji strukturu. To napomohlo k jejich současné větší konkurenceschopnosti a efektivitě. Dalším konkurenčním faktorem, který stojí za zmínku, je nízká sazba korporátní daně, dosahující poloviční úrovně té v sousední Velké Británii. Problematický zůstává nadále přístup irských firem k bankovním úvěrům. Bankovní sektor totiž stále tíží vysoký počet špatných úvěrů. Irské banky, kterým se podařilo krizi přežít, zůstávají i nadále ve vlastnictví státu. Nyní je možno se podívat, jak se vyvíjel druhý makroekonomický ukazatel, irská nezaměstnanost.

⁶⁷ *Reuters.com* Ireland's Fine Gael extends lead. [online]. [cit. 2014-03-26]. Dostupný z:
<http://www.reuters.com/article/2011/02/23/us-ireland-politics-poll-idUSTRE71M28720110223>.



Obrázek 14: Míra nezaměstnanosti v Irsku (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

V předkrizovém období se míra nezaměstnanosti pohybovala na hranici okolo 4 %. Propad HDP byl samozřejmě doprovázen zvýšenou mírou nezaměstnanosti. Rápidní nárůst nezaměstnanosti započal na přelomu let 2007 a 2008, kdy byly irské firmy v souvislosti s nižší mírou spotřeby nuceny omezovat výrobu. Maxima dosáhla míra nezaměstnanosti v listopadu roku 2011. V současné době lze sledovat na trhu práce příznivý snižující se trend tohoto ukazatele.

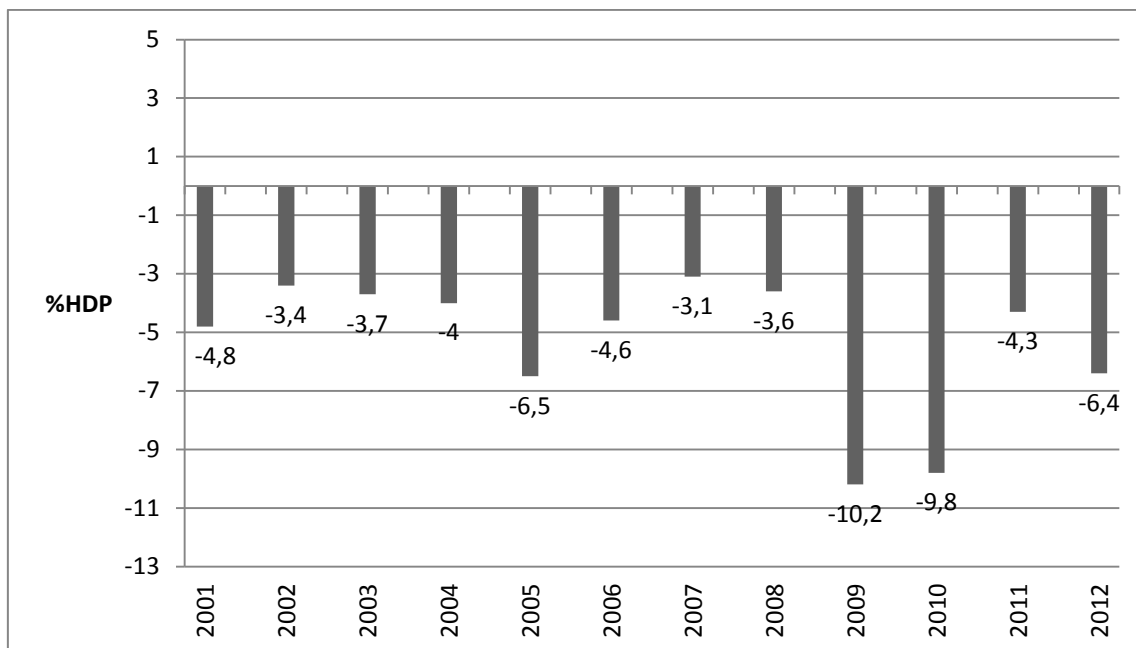
Irsko je na dobré cestě k ozdravení ekonomiky, v současné době se ukazuje, že předchozí prognózy irského růstu byly příliš ambiciózní. Závazky spojené s finanční pomocí budou navíc určovat kroky vlády ještě několik dalších let. Vzhledem k stále vysokému zadlužení a rozpočtovým deficitům není jasné, zda nebude třeba v budoucnosti poskytnout Irsku další finanční pomoc.

3.4 Průběh krize v Portugalsku

Portugalsko je další zemí, která spadá pod označení GIPSI. Stejně jako Řecko patří mezi země, které se v 80. letech zbavily svých diktátorů. Co Portugalsko odlišuje od Řecka, je většinová vláda, která byla obyvateli zvolena s vědomím nutnosti zavádění úsporných

kroků. I tak se tyto kroky neobešly, stejně jako v Řecku, bez protestů odborů a vyhlášení dvou generálních stávek. Současná vláda premiéra Pedra Passose Coelha disponuje parlamentní většinou a má tedy dostatek prostoru k provádění bolestivých reforem. Primární problémy portugalské ekonomiky jsou zejména ztráta konkurenceschopnosti po vstupu do EMU, dále pak slabý hospodářský růst a dlouhodobé zadlužování. Portugalsko patří k zemím s nejnižším hospodářským růstem od doby založení EMU. Na rozdíl od Řecka je portugalský průmysl konkurenčně schopný na mezinárodní úrovni. Jeho slabinou je, že není dostatečně velký. Co se týče portugalského exportu, je závislý zejména na vývozu zboží s nižší přidanou hodnotou. Po vstupu do EMU se navýšil růst mezd a portugalským podnikům vzrostly náklady na práci. Tento růst mezd však nebyl doplněn odpovídajícím nárůstem produktivity a země ztratila exportní pozice na rozvojových trzích. Dnes bojuje Portugalsko se svojí největší hospodářskou krizí od počátku 70. let.

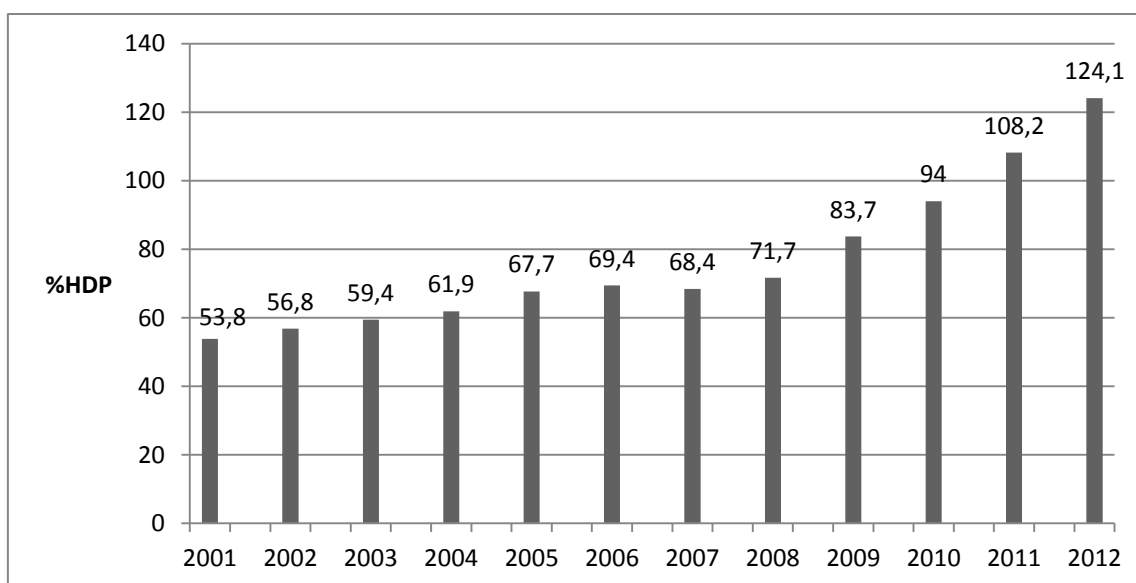
Z následujícího obrázku 15 je patrné, že deficity veřejného rozpočtu se v Portugalsku pohybovaly okolo 4 % schodku HDP. S příchodem krize v letech 2009 a 2010 došlo k zásadnímu zhoršení deficitu veřejného rozpočtu, kdy dosahoval úrovně 10,2 % a 9,8 %. V roce 2011 došlo ke snížení fiskálního deficitu o více jak polovinu, zlepšující se tendence však byla narušena horšími ekonomickými výsledky v roce 2012.



Obrázek 15: Rozpočtový deficit Portugalska k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Jak je zřejmé z následujícího obrázku 16, poměr veřejného dluhu k HDP prochází neuspokojivým vývojem. Portugalské zadlužení, kromě poklesu v roce 2007, dlouhodobě roste. Z obrázku také vyplývá, že v době probíhající krize je nárůst zadlužení daleko progresivnější než v době před krizí. Meziroční růst posledního roku byl dokonce vyšší jak 15 %.

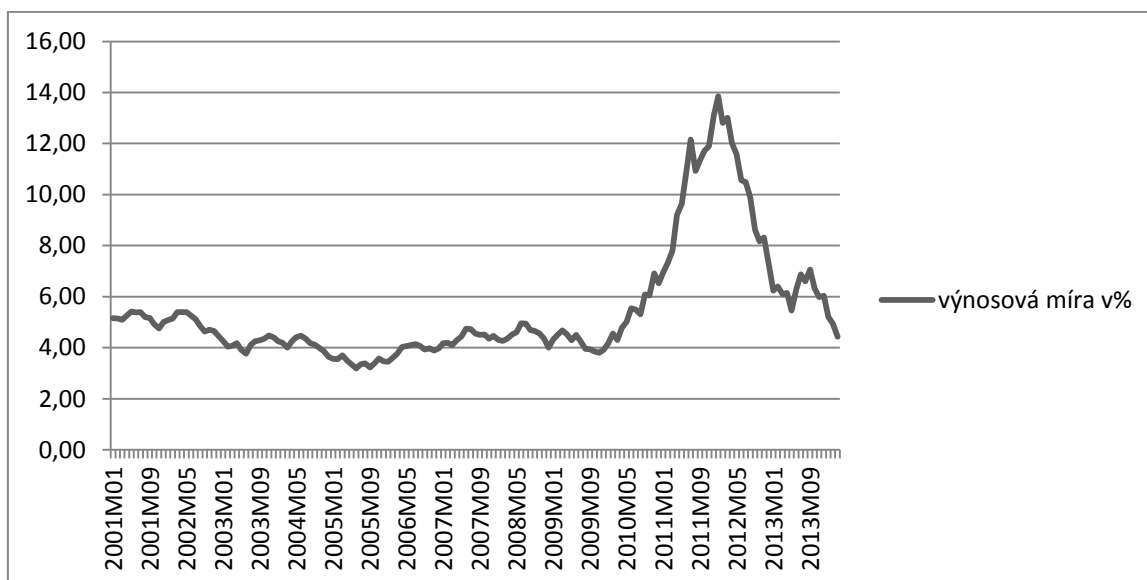


Obrázek 16: Veřejný dluh Portugalska k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

3.4.1 Přijatá opatření

Stejně jako v případě Řecka a Irska, zažádalo Portugalsko o finanční pomoc poté, co se pro něj stalo obtížné financovat veřejný dluh vydáním státních dluhopisů. Nárůst rizikové prémie v případě portugalských dluhopisů je znatelný až s příchodem lednového roku 2010. To je v porovnání s výše analyzovaným Irskem časové zpoždění 6 měsíců. Maximální výnosové míry 13,85 % pak dosáhly portugalské dluhopisy v lednu roku 2012. K zlepšení dochází po druhé části LTRO ze strany ECB v únoru, kdy po mírné stagnaci následoval pokles výnosové míry. V březnu letošního roku výnosová míra portugalských dluhopisů pohybovala na úrovni 4,48 %.



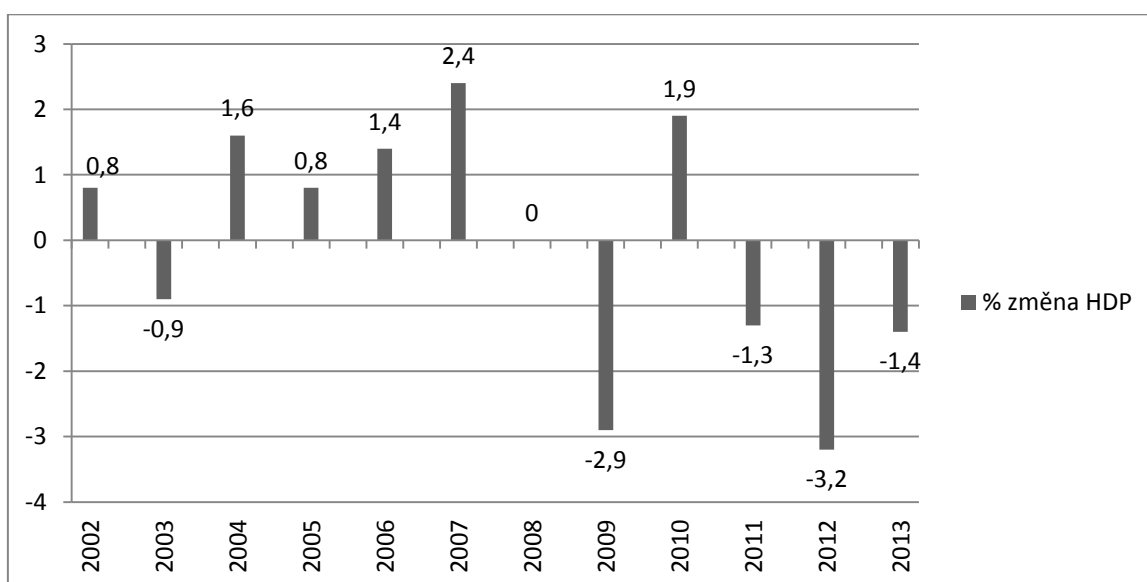
Obrázek 17: Výnosy portugalských státních dluhopisů

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Na začátku dubna 2011 zažádalo Portugalsko o finanční pomoc. Ta byla odhlasována a poskytnuta od EFSF, Evropského mechanismu finanční stabilizace (EFSM) a MMF. V úhrnu jde o částku 78 mld. eur, která je rozdělena rovnoměrně do tří let. Ročně jde tedy o částku ve výši 26 mld. eur. Poskytnutí pomoci je podmíněno plněním tří základních podmínek. Do nich spadá obnova fiskální udržitelnosti a dodržení úsporných opatření. Dále pak reforma zdravotnictví a veřejné správy. Druhou podmínkou je posílení konkurenceschopnosti a ekonomického růstu a vyrovnání vnitřních a vnějších makroekonomických nerovnováh reformami portugalského trhu práce, soudního systému, sektoru bydlení a služeb a v neposlední řadě i síťové infrastruktury. Třetí podmínka

pak klade důraz na postupné snižování zadluženosti finančního sektoru.⁶⁸ V lednu uskutečnilo Portugalsko aukci dluhopisů s roční dobou splatnosti. Úrok s roční splatností činil 0,869 %, což je méně než u listopadové aukce, kdy byl úrok 1,49 %. Podle agentury Reuters jde o jeden z dalších důkazů, že země získává postupně důvěru investorů.⁶⁹

Portugalsko je společně s Itálií zemí s nejnižším hospodářským růstem v EU. To lze vypořadovat v následujícím obrázku 18 na vývoji HDP během poslední dekády. Po vstupu do EMU nedosahovalo Portugalsko nijak závratného hospodářského růstu, naopak v roce 2003 zaznamenala země pokles ve výši 0,9 %. V roce 2008 prošla pak portugalská ekonomika stagnací a přes mírné oživení v roce 2010 nyní nadále bojuje s poklesem.



Obrázek 18: Vývoj portugalského HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

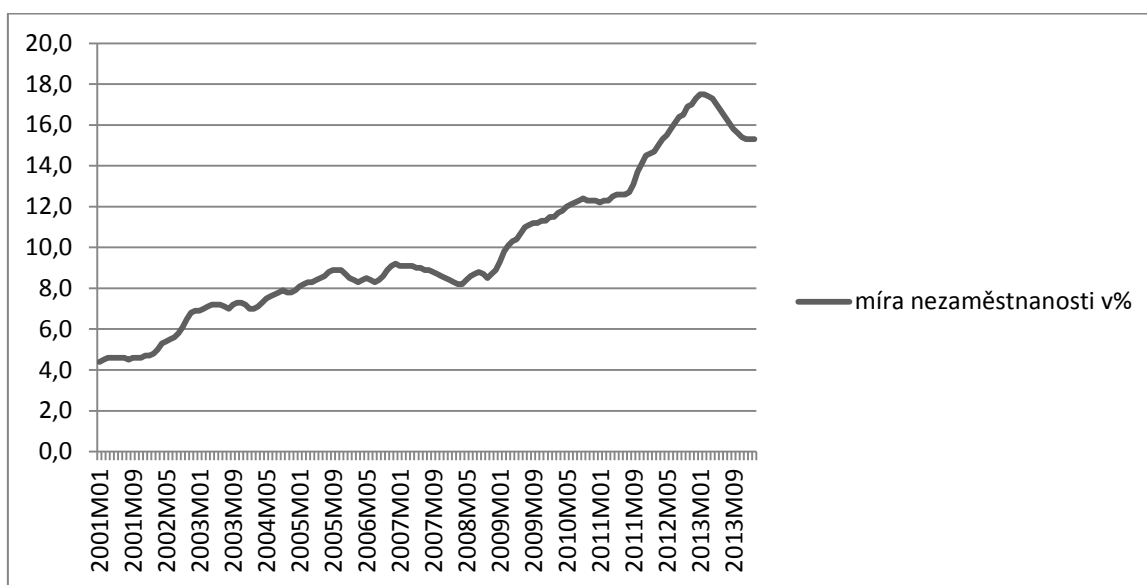
⁶⁸ EFSF. European Financial Stability Facility: FAQ. [online]. [cit. 2014-03-17]. Dostupné z:

<http://www.efsf.europa.eu/attachments/EF SF%20FAQ%2004032013.pdf>.

⁶⁹ Patria Online. Portugalsko chce letos z emisí dluhopisů získat až 13 miliard eur. [online]. [cit. 2013-01-18]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2540314/portugalsko-chce-letos-z-emisi-dluhopisu-ziskat-az-13-miliard-eur.html>.

Pro portugalskou ekonomiku je v současné době stále důležité nahrazovat domácí pokles poptávky a útlum ekonomiky především ve Španělsku, které je největším obchodním partnerem této země, neboť 25 % celkového portugalského exportu míří právě tam. Při poklesu domácí poptávky zůstávají pro export Portugalska důležité také bývalé kolonie jako Brazílie, Mosambik a Angola, jejichž ekonomiky rostou vysokým tempem.

Ekonomická krize se v Portugalsku podepsala také na zaměstnanosti obyvatelstva. Jak vyplývá z obrázku 19, trh práce po krizi prošel poměrně těžkým obdobím. Nutnost úsporných opatření, podmínka poskytnuté finanční pomoci, se samozřejmě projevila a negativním způsobem ovlivnila trh práce. Přes mírná oživení dosáhla v březnu roku 2012 nezaměstnanost svého maxima 17,4 %. Od té doby až do současnosti portugalský trh práce zaznamenává mírné oživení. Ekonomika ale zůstává nadále slabá na to, aby přinesla nějaké výraznější zlepšení na pracovním trhu.



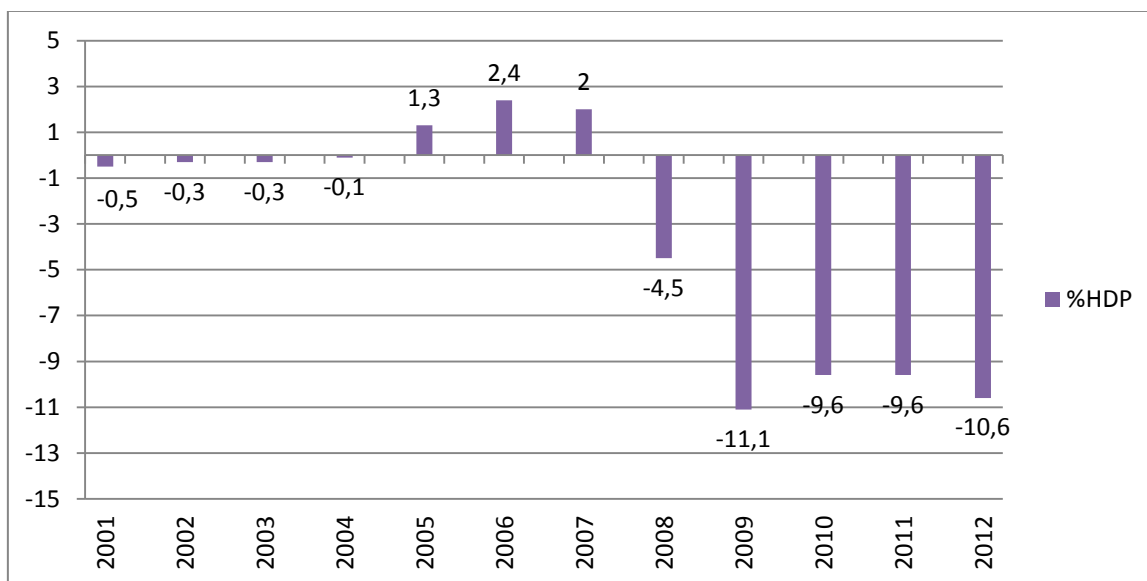
Obrázek 19: Míra nezaměstnanosti v Portugalsku (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Současnost je pro Portugalsko a vládu premiéra Pedra Passose Coelha stále poměrně nelehká. Zmíněná finanční pomoc poskytnutá v roce 2011 má vypršet v polovině letošního roku a oproti předpokladům se zdá, že Portugalsko bude nuceno požádat o její další navýšení. Země byla nucena dodržovat úsporná opatření, a i proto se tolik očekávaný růst hospodářství se zatím nedostavuje.

3.5 Průběh krize ve Španělsku

Španělsko po přijetí eura zaznamenalo obrovský ekonomický rozkvět. I díky tomu dnes, oproti ostatním zemím GIPSI, netrpí vysokým zadlužením veřejných financí. Jeho ekonomiku sráží totiž zejména rozpočtové deficity. Tyto deficity byly financovány z větší části zahraničním kapitálem, který proudil do rozmachu španělského stavebnictví. Díky liberalizaci a rostoucí konkurenci na trhu bank docházelo k expanzi úvěrů. Ceny nemovitostí se během tohoto desetiletého boomu zdvojnásobily. To bylo způsobeno do jisté míry také benevolentní legislativou pro novou výstavbu a urbanizaci. Právě nemovitostní boom spojený s úvěrovým boomem je dle Mishkina velmi závažný, protože jeho splasknutí může vést k celkové finanční nestabilitě ekonomiky.⁷⁰ Po vypuknutí nemovitostní krize v zemi došlo k pádu cen na realitním trhu mnohdy až o 70 %. Zásadním způsobem utrpěla i španělská ekonomika. Na obrázku 20 je znázorněn španělský vývoj podrobněji.



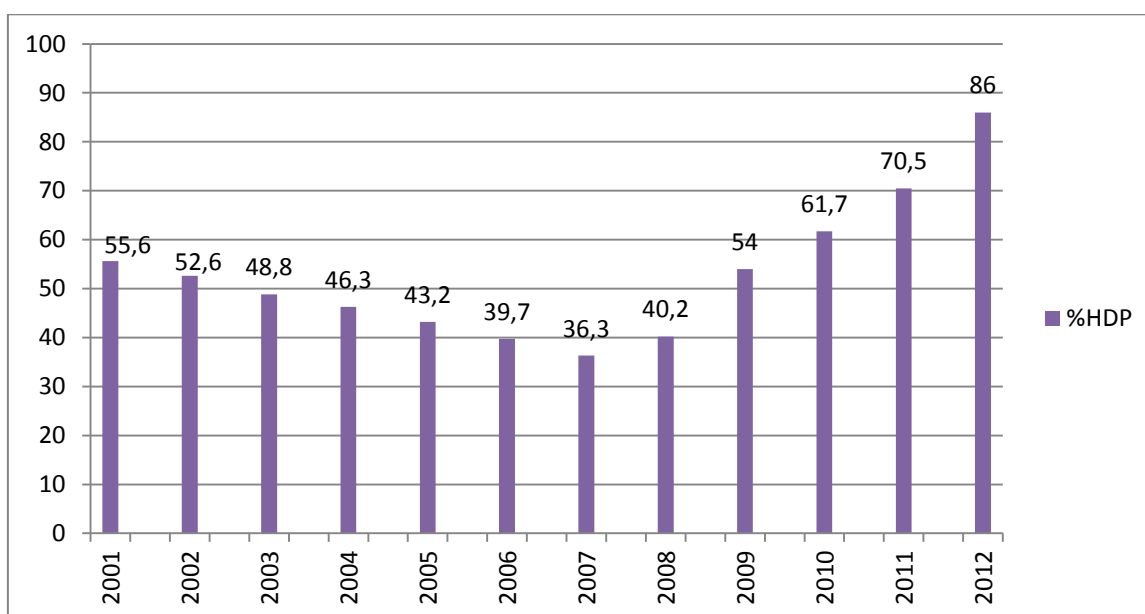
Obrázek 20: Rozpočtový deficit Španělska k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

⁷⁰ Banque France. How should we respond to asset price bubbles?. [online]. [cit. 2014-03-28]. Dostupný z: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/rsf_1008.pdf.

Z předchozího obrázku 20 je zřejmé, že v letech 2001-2004 tvořily schodky španělského rozpočtu v průměru jen 0,2 %. Roky 2005-2007 pak dokonce přinesly přebytky v průměru 1,9 %. Příliv kapitálu po zavedení eura v mezidobí let 1999 a 2008 živil hospodářský boom a znamenal zároveň nárůst nákladů na jednotku práce ve Španělsku o více jak 25 %. Pro srovnání, za stejné období v Německu to bylo jen 9 %.⁷¹ To vyvolalo pokles cenové konkurenceschopnosti zboží. I tento faktor se podepsal na následné produkci deficitů ve výši okolo 10 % HDP.

Výše uvedené přebytky rozpočtu z let 2005-2007 byly využity na snížení procentuálního dluhu Španělska k HDP. V obrázku 21 lze spatřit vývoj španělského veřejného dluhu. Po vypuknutí krize lze z obrázku dále vyzorovat explozivní nárůst zadlužení z 36,6 % k HDP roku 2007 na 86 % k HDP roku 2012.



Obrázek 21: Veřejný dluh Španělska k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

⁷¹ ECB. Harmonised competitiveness indicators based on unit labour costs indices for the total economy.

[online]. [cit. 2014-03-28]. Dostupný z:

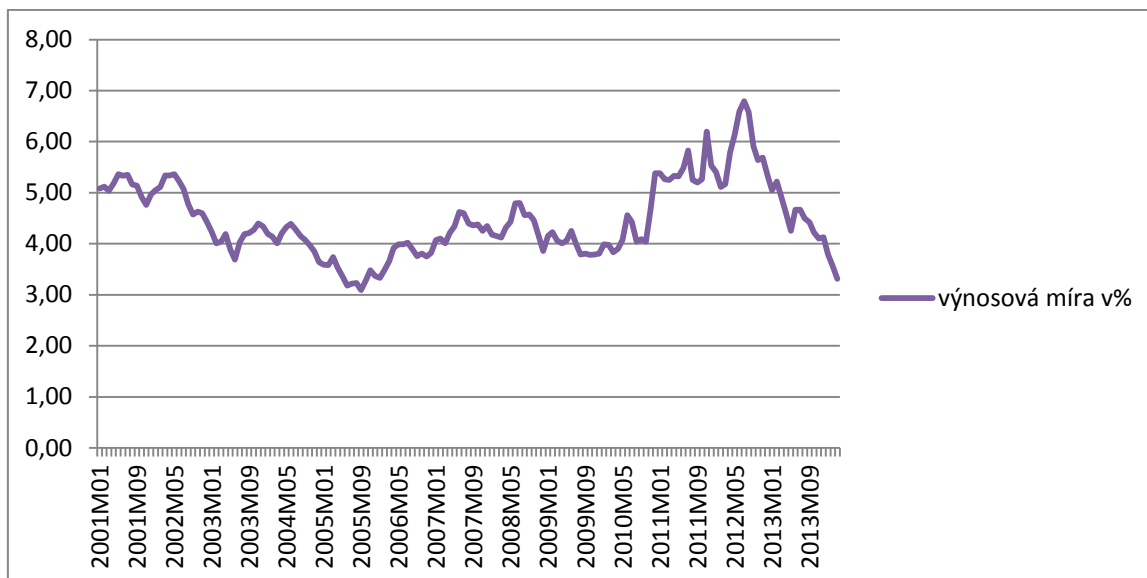
http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/hci/html/hci_ulct_R.en.html.

3.5.1 Přijatá opatření

Přijatá opatření lze rozdělit na dvě základní fáze. V té první se Španělsko uchýlilo k nástrojům expanzivní fiskální politiky, kdy se zaměřilo na snížení růstu nezaměstnanosti a restrukturalizaci bank zatížených špatnými úvěry.⁷² Dále pak vláda vytvořila reformní plán na ozdravení ekonomiky, doplněný o reformu pracovního trhu a penzijního systému.⁷³ Tyto reformy měly za následek ale i navýšení státního deficitu a růst vládního dluhu. Právě zvyšující se státní zadlužení se projevilo v obavách trhů o schopnosti španělské vlády veřejný dluh splácet. Stejně jako ostatní výše uvedené ekonomiky nemělo ani Španělsko možnost devalvovat svoji měnu. Proto byl výsledkem obav trhů růst rizikové prémie u španělských dluhopisů v období od ledna 2010 do července 2012, jak je patrné z obrázku 19. Právě na konci tohoto časového úseku dosáhla výnosová míra dosavadního maxima za sledované období, a to konkrétně 6,79 %. Nyní se zdá, že trhy dluhopisů začínají Španělsku opět důvěřovat.

⁷² *IMF*. Spain: The Reform of Spanish Savings Banks Technical Notes. [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupný z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12141.pdf>.

⁷³ *OECD*. Economic Surveys SPAIN. [online]. November, 2012. [cit. 2014-04-01]. Dostupný z: http://www.seap.minhap.gob.es/dms/es/areas/modernizacion-procedimientos/doc_referencia/ocde/OECD_Economic_Surveys__SPAIN_2012.pdf.



Obrázek 22: Výnosy španělských státních dluhopisů

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Druhá fáze opatření přijatých ve Španělsku se týkala finanční pomoci, respektive programu upravujícího bankovní systém v zemi. Program je financován z prostředků EFSF, ESM a MMF. Tyto instituce pomohly navýšit kapitál v kolabujícím bankovním systému částkou ve výši 100 mld. eur. Ta byla postupně vyplácena v období od července 2012 do prosince 2013.⁷⁴

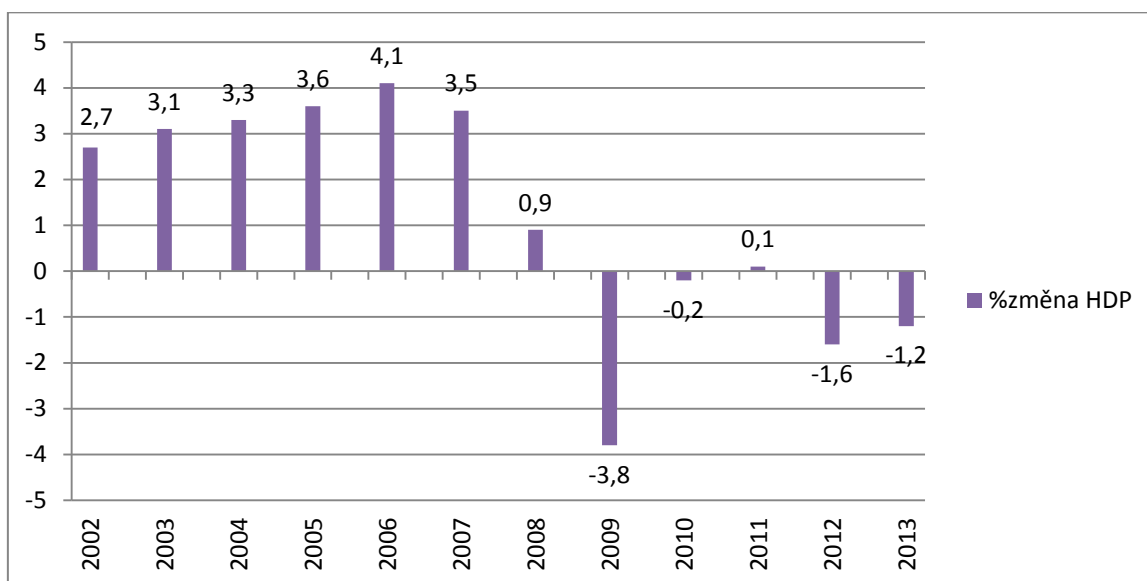
Jak již bylo zmíněno výše, za poslední dekádu před splasknutím nemovitostního boomu vykazovala španělská ekonomika stabilní růst. Ten dosahoval meziročně hodnot okolo 3,4 % HDP, jak dokládá i následující obrázek 23 věnovaný vývoji HDP v zemi. Pokles růstu o 3,8 % HDP v roce 2008 je již spojený s propuknutím krize a s tvorbou reforem španělské vlády. Současná ekonomika Španělska se stále nenachází

⁷⁴ *European Commission*. Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. [online]. © European Union, November, 2013. [cit. 2014-03-25]. ISBN 978-92-79-31387-5.

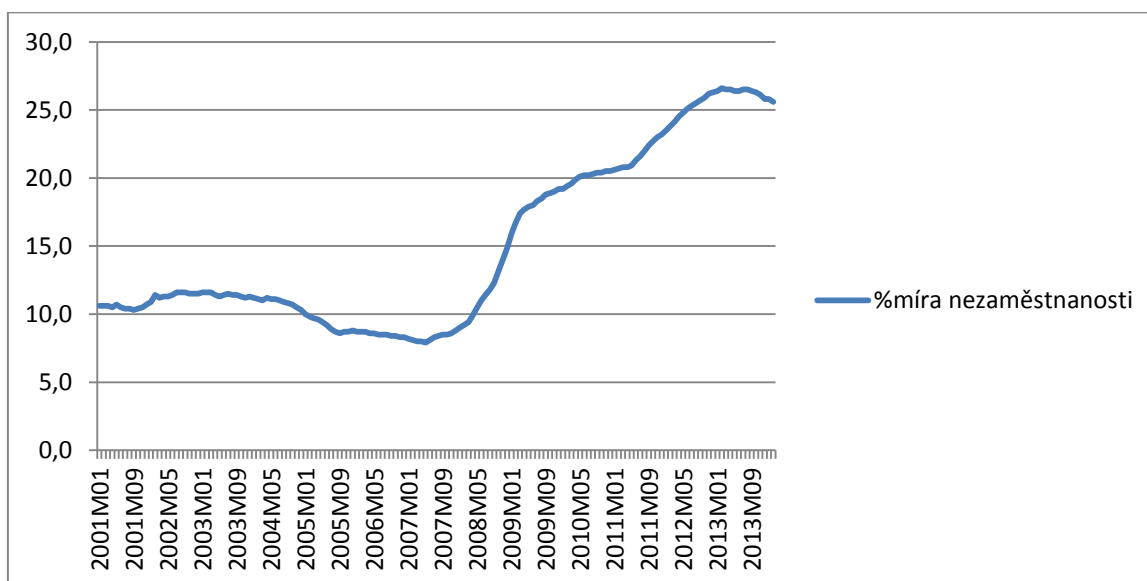
Dostupný z:

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp163_en.pdf.

ve své předkrizové kondici. Obrat ke změně pak nepřináší ani aktuální zprávy o propadu Španělska do deflace v měsíci březnu tohoto roku.⁷⁵



Obrázek 23: Vývoj španělského HDP (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu



Obrázek 24: Míra nezaměstnanosti ve Španělsku (v %)
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

⁷⁵ BRAT, I., 2014. *Spain Slips into Deflation; Figures Spark Worries that Deflation in Southern Europe could Pose Risk to Euro-Zone Recovery*. New York, N.Y.: , Mar 28, ProQuest Central.

Růst ekonomiky po vstupu Španělska do EMU se projevil i na poklesu nezaměstnanosti. Ta byla ve Španělsku vždy vyšší oproti zbylým státům EU. Díky stavebnímu boomer poklesla v březnu 2007 nezaměstnanost na hranici 8 %, okolo které oscilovala až do vypuknutí krize. Tato doba se projevila i značnými demografickými změnami, které ovlivnily španělský trh práce. V průběhu let 2001-2011 Španělsko přijalo více jak 6,2 milionu imigrantů.⁷⁶ Tento údaj může naznačovat, že zejména jejich příliv měl signifikantní vliv na růst nezaměstnanosti, ale není to tak zřejmé. Imigranti totiž zastávají zejména pracovní pozice, o které nejví domáci obyvatelstvo zájem. Vliv těchto přistěhovalců na cenu, respektive růst cen nemovitostí, není snadné stanovit. V zásadě je možno říci, že kvůli nedostatku finančních prostředků imigranti upřednostňují nájmy, oproti vlastnictví nemovitosti.⁷⁷ Míra nezaměstnanosti rostla postupně od poloviny roku 2008, maxima pak dosáhla v zobrazené časové periodě v únoru 2013, kdy dosahovala 26,6 %. Současná míra nezaměstnanosti je na hranici 26,5 %, mezi lidmi od 15-25 let je výše této míry pak 53,6 %. V obou případech jde o druhou nejvyšší nezaměstnanost ze zemí EU, hned za prvním Řeckem.⁷⁸ S takto vysokou nezaměstnaností se pojí časté protesty lidí. To se současná vláda premiéra Mariana Rajoye snaží změnit. Politickou situaci v zemi do voleb na konci roku 2015 bude ale otrásat i stále sílící tlak v debatách o nezávislosti bohatého Katalánska. Výzkumy ukazují, že více jak polovina Katalánců podporuje nezávislost tohoto regionu. Právě stávající premiér je zastáncem odmítavého postoje v otázce odtržení.⁷⁹

⁷⁶ OECD. Statistická data vyhledána dne 2. dubna 2014. [online]. [cit. 2014-04-02]. Dostupný z: <http://stats.oecd.org>.

⁷⁷ ALCIDI, C. a GROS, D. The Spanish hangover. *VoxEU.org*. [online]. April 15, 2012. [cit. 2014-04-04]. Dostupný z: <http://www.voxeu.org/article/whats-wrong-spain>.

⁷⁸ Eurostat. Euro area unemployment rate at 11.9%. [online]. April 1, 2014. [cit. 2014-06-04]. Dostupný z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042014-AP/EN/3-01042014-AP-EN.PDF.

⁷⁹ *Economist.com*. Sink or swim. [online]. November 18, 2013. [cit. 2014-06-04]. Dostupný z: <http://www.economist.com/news/21589066-spain-tries-stay-afloat-and-one-piece-sink-or-swim>.

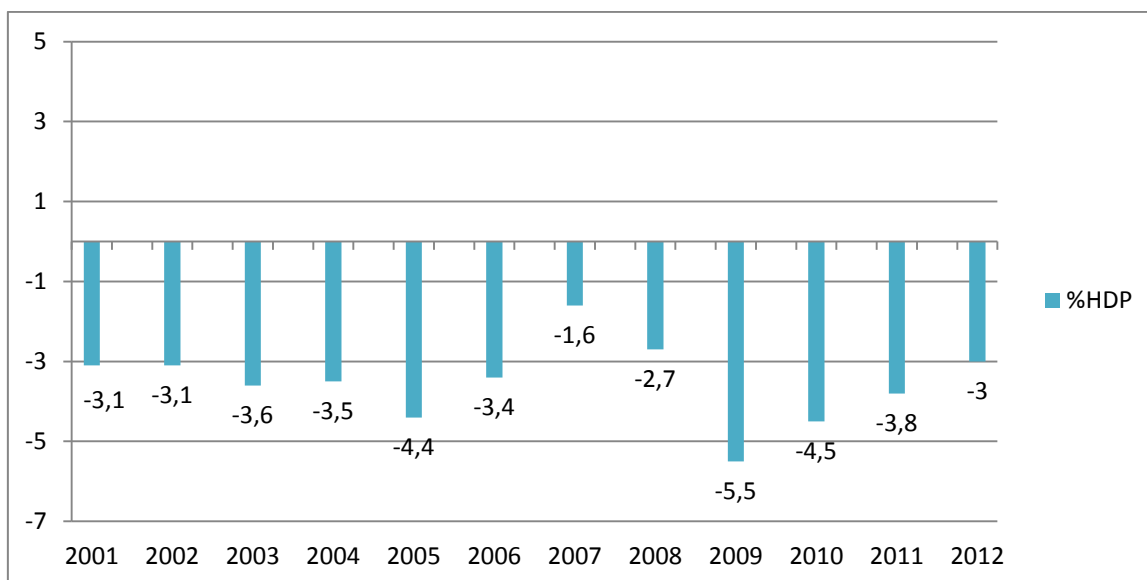
3.6 Průběh krize v Itálii

Italská ekonomika je s HDP okolo 1,6 bilionů eur třetí největší ekonomikou eurozóny. Stejně jako předchozí uvedené státy GIPSI je i ona sužována vysokým deficitem veřejných financí. Přestože v popředí mediálního zájmu stálo zejména Řecko, Itálie se svým dluhem veřejných financí v hodnotě 1,9 bilionů eur je daleko větším rizikem⁸⁰ pro eurozónu. Italské zadlužení je srovnatelné s lídrem eurozóny Německem, jeho ekonomika je však o více jak 60 % větší než ta italská. Itálii charakterizuje poměrně rozdílná výkonnost hospodářství, kdy na jedné straně stojí vyspělý průmyslový sever země a na straně druhé méně rozvinutý, na zemědělství závislý jih⁸¹ země. Toto rozdělení je dáno historicky, ale doposud nebyla Itálie schopna tyto diametrální rozdíly v rámci svého státu překonat. Právě vyspělý průmysl severní části země spolu s exportem měly na počátku krize uchránit italskou ekonomiku před problémy ostatních zemí na periferii eurozóny. Situace se rapidně změnila s příchodem dluhové krize. V současnosti italská ekonomika vykazuje jen velmi slabý růst, postrádá konkurenceschopnost a disponuje vysokým deficitem veřejných financí. Itálie čelila v minulosti obvinění z umělého snižování zadlužení a schodku veřejných financí, tak aby vyhověla nutným kritériím pro vstup do EMU. Nařčen ze spolupráce na těchto podvodech byl i tehdejší státní sekretář italského ministerstva financí a dnešní prezident ECB Mário Draghi.⁸² V současné době je tento případ týkající se derivátových kontraktů a jejich restrukturalizace vyšetřován italskou justicí.

⁸⁰ Řecko reprezentuje jen okolo 2 % HDP eurozóny.

⁸¹ Tato část Itálie je pod nadvládou skupin zabývajících se organizovaným zločinem. Fungování těchto skupin a jejich vliv na ekonomiku, mezinárodní obchod, průmysl a veřejný život popsal poměrně detailně publicista Robert Saviano v knize *Gomora*. Ten tuto oblast označuje přívlastkem „ohňová země“.

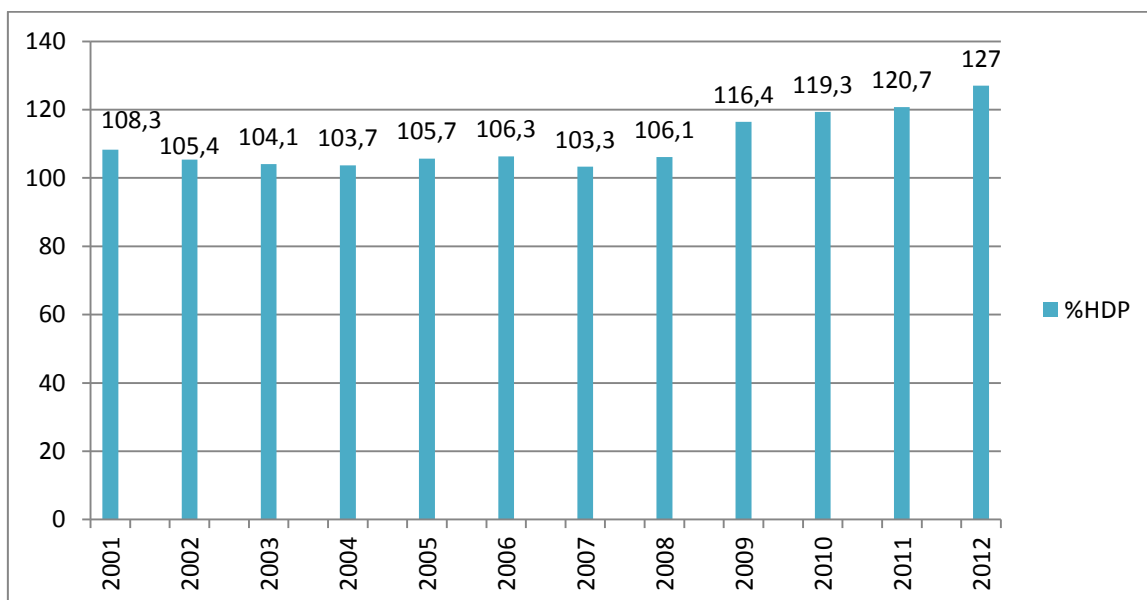
⁸² *FT.com*. Italy faces restructured derivatives hit By Guy Dinmore in Rome. [online]. June 26, 2013 [cit. 2013-04-08]. Dostupný z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/440007a8-dd9a-11e2-a756-00144feab7de.html#axzz2ywbeB1xs>.



Obrázek 25: Rozpočtový deficit Itálie k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Jak je z výše uvedeného obrázku 25 zřejmé, rozpočtové deficity Itálie před krizí se pohybovaly na úrovni okolo 3,5 % HDP. V uplynulé dekádě nebyl rozpočet Itálie v přebytku ani jednou. Deficity přesto nejsou v porovnání s dalšími státy skupiny GIPSI nikterak vysoké. Nejvyšší schodek 5,5 % HDP zaznamenala pak Itálie v roce 2009.

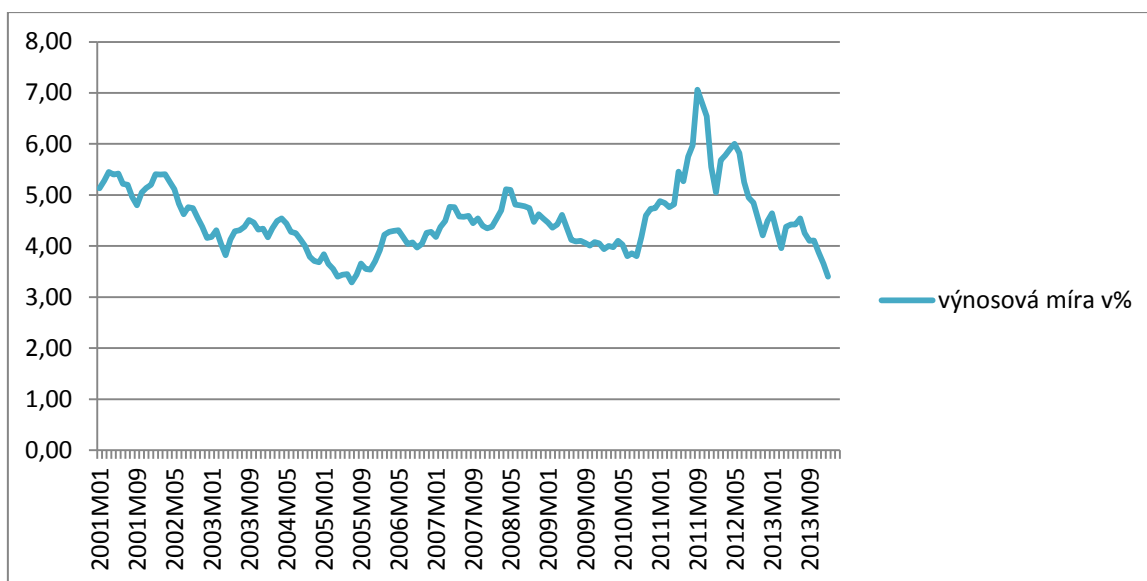


Obrázek 26: Veřejný dluh Itálie k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Fiskální konsolidace se Itálii v současnosti nedaří. A to i přesto, že země má z nedávné minulosti se snižováním dluhu zkušenosti. Ještě na konci první poloviny 90. let dosahoval totiž veřejný dluh Itálie v poměru k HDP přes 120 %. Zemi se však tento poměr podařilo postupem let snižovat. Jak je patrné z obrázku 26, na počátku milénia se poměr italského dluhu k HDP pohyboval okolo 105 % HDP. Poté, co se naplno projevila krize, je možno sledovat dramatický nárůst. Ten dosáhl v roce 2012 až na hranici 127 % HDP, což umísťuje Itálii na druhé místo za Řecko, co se zadlužení veřejných financí zemí eurozóny týče.

3.6.1 Přijatá opatření

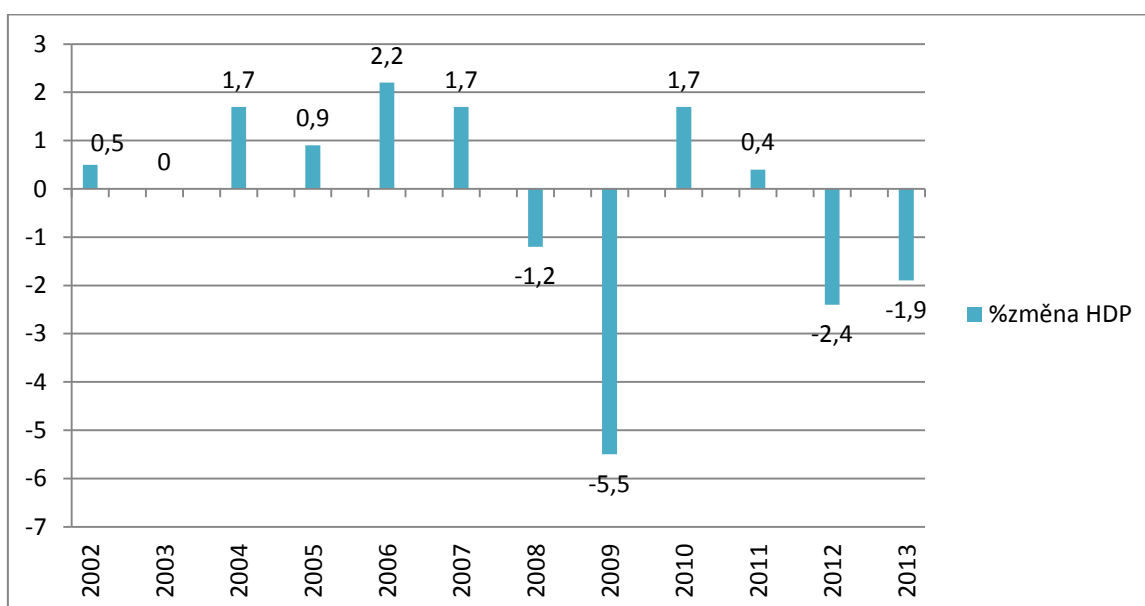


Obrázek 27: Výnosy italských státních dluhopisů
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Obrázek 27 ilustruje vývoj výnosové míry vládních dluhopisů. Ty vylétly na své maximum 7,06 % v listopadu roku 2011. Stalo se tak i přes snahu vlády o snižování státního deficitu, trhy přesto projevily svoji neochotu ke koupi italských dluhopisů. Po dodání likvidity (LTRO) na trh ze strany ECB výrazně poklesla výnosová míra. Ta v současnosti dosahuje 3,4 %. V roce 2013 reagovaly dluhopisy růstem zejména na napjatou politickou situaci. V zemi hrozilo, že únorové volby skončí patem. Nakonec došlo k sestavení široké koaliční

vlády na základě nepřesvědčivých volebních výsledků. Zejména proto v březnu 2013 došlo ze strany agentury Fitch⁸³ ke snížení hlavní úvěrové známky⁸⁴. Ukazuje se také ale, že domácí investoři svému dluhu věří, což se projevuje zejména nákupem dluhopisů emitovaných italskou vládou právě ze strany domácích subjektů. Fundamentální problémy, jako je solvence, ztráta konkurenceschopnosti a špatné vyhlídky na ekonomický růst však přetrvávají v případě Itálie i nadále.

Následující obrázek 28 vykresluje vývoj italského hospodářství.



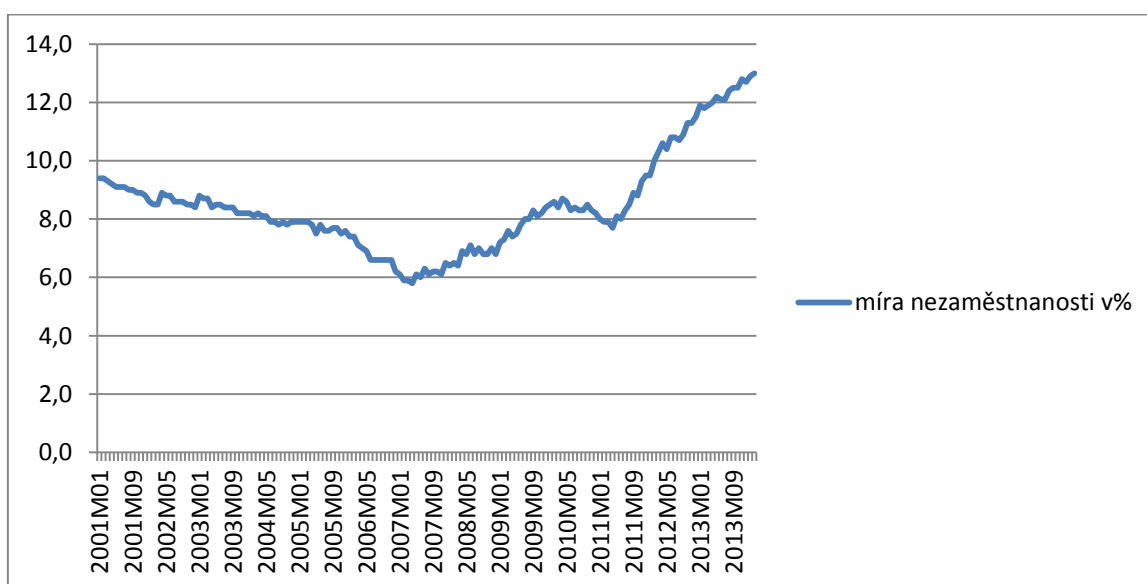
Obrázek 28: Vývoj italského HDP
Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Jak již bylo nastíněno a nyní lze vypožorovat, italský hospodářský růst je již od roku 2002 velmi nízký. Od roku 2002 do roku 2007 to bylo v průměru přibližně jen 1,1 % HDP. Vliv hospodářské krize na růst HDP byl stejně jako u výše uvedených států značný.

⁸³ *Patria Online*. Zhoršený rating Itálie od S&P tíží dluhopisy. Fitch odměnil Lotyšské lepší známkou za přijetí eura. [online]. [cit. 2014-04-09]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2379637/zhorseny-rating-italie-od-s-p-tizi-dluhopisy-fitch-odmenil-lotyse-lepsi-znamkou-za-prijeti-eura.html>.

⁸⁴ Tato známka ukazuje, jaká je pravděpodobnost splácení úvěrů ze strany státu. Její vliv je důležitý zejména s ohledem na ochotu věřitelů danému státu půjčovat. Čím je známka horší, tím vyšší je požadavek úroku ze strany věřitelů.

Od roku 2008 tak přes mírné oživení v letech 2010 a 2011 lze zaznamenat pokles tohoto makroekonomického ukazatele a pád do recese. Současný vývoj hospodářské politiky státu nenasvědčuje tomu, že by bylo obnovení růstu nadohled. Druhým podstatným ukazatelem je míra nezaměstnanosti.



Obrázek 29: Míra nezaměstnanosti v Itálii (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat Eurostatu

Na růstu italské míry nezaměstnanosti se projevil samozřejmě nejvíce negativní hospodářský vývoj posledních dvou a půl let. Zásadní byl počátek roku 2012, kdy se míra nezaměstnanosti přehoupla přes 10 %. V únoru 2014 pak dosáhla míra nezaměstnanosti poprvé za více jak dekádu rekordní hranice 13 %. Znepokojivá je ale zejména míra nezaměstnanosti mezi mladými lidmi do 25 let, ta dosahuje vysoké úrovně 42,3 %.⁸⁵

⁸⁵ Eurostat. Statistická data vyhledána dne 9. Dubna 2014. [online]. European Commission, ©2014. [cit.. 2014-04-11]. Dostupný z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

Na růstu tohoto ukazatele se projevuje zejména zmíněná ztráta konkurenceschopnosti. Od konce roku 1998 zaznamenala Itálie nárůst nákladů na pracovní sílu o 3,7 %. Eurozóna v tomto období naopak zaznamenala pokles celkových nákladů o 8 %.⁸⁶ Dále se také projevují poměrně nepříznivé podmínky pro podnikání v zemi. V indexu snadnosti podnikání⁸⁷, který vytváří Světová banka, se Itálie umísťuje pravidelně na nízkých pozicích. Poslední rok jí přidělil 65. místo ze 178 hodnocených zemí.⁸⁸

Výhled na lepší budoucnost nenabízí ani současná nestabilní politická situace. Ta je však pro Itálii charakteristická, historicky se v této zemi vystříдалo během 68-letého poválečného období 63 vlád trvajících v průměru 393 dní. Úřadující koaliční vláda je ale slabá. A v takovéto atmosféře politické nejistoty je pro Itálie těžké prosazovat reformy, včetně vyrovnaného rozpočtu a úprav daňového zákona. Bez těchto kroků je však náprava veřejných financí nemožná. Optimismus na změnu přináší volby, jejichž konání je plánované v tomto roce.⁸⁹ Dvourychlostní ekonomika rozdělená na průmyslový sever a méně rozvinutý jih navíc přináší další strukturální problém uvnitř státu. Současná nelibost Italů ze severu k dalšímu poskytování subvencí jihu může v budoucnosti přenést zodpovědnost za jižní Itálii na bedra Evropské unie.

⁸⁶ *ECB*. Harmonised competitiveness indicators based on unit labour costs indices for the total economy . [online]. [cit. 2014-04-12]. Dostupný z:

http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/hci/html/hci_ulct_2013-10.en.html.

⁸⁷ Index hodnotí příznivost podmínek pro podnikání, byrokratické překážky, vlastnická práva, konkurenceschopnost a atraktivitu daného státu z pohledu zahraničního investora. Čím je hodnota indexu nižší, tím jsou podmínky pro podnikání v daném státě příznivější.

⁸⁸ *World Bank*. Ease of doing business. [online]. The World Bank Group ©2014. [cit. 2014-04-13]. Dostupný z: <http://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.EASE.XQ>.

⁸⁹ *Economist.com*. Italy's year in numbers. [online]. October 31, 2013. [cit. 2014-04-18]. Dostupný z: <http://www.economist.com/news/21589096-italys-year-numbers-probably-theory>.

3.7 Průběh krize na Kypru

Analýzu průběhu dluhové krize na evropském kontinentu je možno zakončit již jen krátce malým ostrovním státem ve Středozezemním moři. Kypr stejně tak, jako i výše zmíněné státy GIPSI, je členem eurozóny. Poměr Kypru na HDP eurozóny 0,2 % není nijak signifikantní. Problémy Kypru mají kořeny v jeho přebujelém bankovním sektoru. Ty mají souvislost s průběhem krize v Řecku. Na místní ekonomiku má Kypr nejsilnější vazby. Při významném snížení hodnoty řeckých vládních dluhopisů se do problémů dostaly právě kyperské banky.⁹⁰ Ty byly z důvodu sílících obav runů na tyto banky na čas uzavřeny. Z těchto důvodu Kypr zažádal o finanční pomoc Evropskou komisi, ECB a MMF.

3.7.1 Přijatá opatření

Program finanční pomoci byl Kypru poskytnut od výše zmíněných institucí ve výši 10 mld. eur. Součástí dohody o poskytnutí těchto financí byly požadavky na obnovení zdraví a důvěry kyperského bankovního sektoru. Dále pak pokračování v procesu finanční konsolidace za účelem snížení nadměrného schodku veřejných financí. V neposlední řadě pak provedení strukturálních reforem na podporu obnovy konkurenceschopnosti a udržitelného růstu.⁹¹ V současné situaci dochází na Kypru k privatizaci státního majetku. Tento prodej je součástí plánu, který schválil v březnu tohoto roku kyperský parlament a jehož dodržení je nutnou podmínkou poskytnutí další části z odsouhlasené úvěrové pomoci.⁹²

⁹⁰ *IMF*. Cyprus: Selected Issues Paper. [online]. Washington, D.C., ©International Monetary Fund, November 2011. [cit. 2014-04-15]. Dostupný z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11332.pdf>.

⁹¹ *ESM*. ESM financial assistance for Cyprus. [online]. ©European Stability Mechanism, 2014. [cit. 2014-04-15]. Dostupný z: <http://www.esm.europa.eu/assistance/cyprus/index.htm>.

⁹² *Patria Online*. Kyperský parlament schválil plán privatizace, jako podmínku další pomoci. [online]. [cit. 2014-04-15]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2579385/kypersky-parlament-schvalil-plan-privatizace-jako-podminku-dalsi-pomoci.html>.

3.8 Opatření přijatá v průběhu krize na evropském kontinentu

Evropská unie a její jednotlivé členské státy byly nuceny přijmout v průběhu dluhové krize několik opatření. Ta mají za cíl stabilizovat region a navrátit hospodářský růst. Na úrovni jednotlivých států jde zejména o fiskální konsolidaci a strukturální reformy. Na nadnárodní úrovni v rámci EMU šlo o programy, z nichž některé byly již krátce zmíněny, nyní je třeba vysvětlit jejich funkci detailněji:

EFSM (Evropský mechanismus finanční stabilizace) - tento mechanismus byl používán Evropskou komisí k výpůjčkám na finančních trzích až do 60 mld. eur. Fond byl založen členskými státy (EU-27). Tento mechanismus měl pouze dočasný charakter.⁹³

EFSF (Evropský nástroj finanční stability) - původně byl tento nástroj finanční stability založen pouze s omezenou časovou působností v květnu 2010 na základě rozhodnutí přijatých Radou ECOFINu. V průběhu let došlo navýšení z původních 440 mld. eur na 780 mld. eur. Oba tyto mechanismy nahradil později ESM.⁹⁴

ESM (Evropský stabilizační mechanismus) - začal fungovat jako trvalý nástupce EFSM od září roku 2012. Je to jediný stálý mechanismus finanční pomoci. Primárním cílem je řešit krátkodobé financování a umožnit státům přístup k likviditě. Zároveň však umožňuje dokončení předchozích programů finanční pomoci, které začaly v rámci EFSF. Disponuje částkou 500 mld. eur.⁹⁵

⁹³ *EFSM*. European Financial Stabilisation Mechanism. [online]. ©European Commission, 2014. [cit. 2014-04-19]. Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm.

⁹⁴ *EFSF*. European Financial Stability Facility. [online]. ©European Commission, 2014. [cit. 2014-04-19]. Dostupný z: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.

⁹⁵ *ESM*. European Stability Mechanism. [online]. ©European Commission, 2014. [cit. 2014-04-19]. Dostupný z: <http://www.esm.europa.eu/>.

SMP (Program na nákup dluhopisů) - zdroj podpory, který byl spuštěn od května 2010 do února 2012 ECB za účelem nákupu vládních dluhopisů zemí eurozóny a s cílem snížit výnos z dluhopisů těchto fiskálně slabých zemí GIPSI.⁹⁶

⁹⁶ ECB. Open market operations. [online]. [cit. 2014-04-19]. Dostupný z:
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

4. Asymetrie informací v kontextu současné dluhové krize

S řešením současné dluhové krize se objevují samozřejmě problémy, které přináší samotná provázanost na finančních trzích. Jak bylo zatím ukázáno na příkladu průběhu dluhové krize v Evropě, jednotlivé státy EU, jejich hospodářská politika a trhy dluhopisů jsou natolik vzájemně provázané, že selhání jednoho subjektu může mít za následek postupný pád dalších. Tato skutečnost je navíc na finančních trzích podpořena nepředvídatelností, jako u všech systémů, které mají sklon k asymetričnosti a jejich charakter může ovlivnit a určit vzácná událost. Ve finančním světě se pro ně používá označení „černá labuť“. Koncept „černé labuť“ definuje Taleb jako událost, která má tři společné následující charakteristiky. Za prvé leží za hranicemi obvyklých očekávání. Za druhé má mimořádný dopad. A nakonec za třetí jde o událost extrémní a nepředvídatelnou.⁹⁷

Pokud chce autor této práce zhodnotit informační asymetrii v kontextu současné dluhové krize, je nutné osvětlit definici komplexního systému. Právě komplexnost, která vznikla z globalizace a síťového propojení, může při řešení dluhové krize v Evropě vést ke krokům, které zavání určitou asymetrií a možností morálního hazardu⁹⁸, tedy situaci, kdy subjekty na trhu mohou mít motivaci k nebezpečnému chování. Nejprve je však důležité osvětlit vlastní teorii komplexních systémů, z které je možno vycházet.

4.1 Teorie komplexních systémů a komplexní ekonomie

Kolmogorov definoval pojem komplexita jako opak jednoduchosti a řádu. Informace, nahodilost a komplexita jsou pak tři abstrakce, které jsou na sobě vzájemně závislé. Samu

⁹⁷ TALEB, N. *Černá labuť*. 1. Vyd. Praha: Paseka, 2011. ISBN 978-80-7432-128-3. s. 9.

⁹⁸ Asymetrické informace nejsou jediným zdrojem problému morálního hazardu. Nebezpečí může také nastat pro věřitele při vysokých nákladech na vymáhání. A to i v případě, že je věřitel plně informován o činnosti dlužníka.

nahodilost charakterizuje jako absenci pravidelnosti.⁹⁹ Komplexita vzniká propojením či provázáním mnoha prvků systému uvnitř i vůči prostředí, ve kterém se nachází. Přesná a všeobecně uznávaná definice pro samotný komplexní systém neexistuje. Systém má ale charakteristiky, podle kterých lze do jisté míry určit, zda se jedná o komplexní systém. Patří k nim provázanost a interakce mezi mnoha různými částmi systému.¹⁰⁰ Arthur uvádí charakteristiku, která popisuje komplexní systém jako takový, který se v průběhu času vyvíjí neustále. Jde podle něj o hospodářské subjekty, jakými jsou například banky, spotřebitelé, firmy nebo investoři.¹⁰¹

4.1.1 Vlastnosti komplexního systému

K vlastnostem komplexního systému patří provázanost a interakce mezi mnoha různými částmi systému. Arthur uvádí charakteristiku, která popisuje komplexní systém jako takový, „*který se neustále vyvíjí v průběhu času.*“¹⁰² Další charakteristikou komplexního systému je nepředvídatelnost chování. Je sice možné znát strukturu a informace, které do systému vstupují, neexistuje ale schopnost přesně determinovat výsledné chování. S tím souvisí omezená schopnost systém řídit a ovládat. Přesto, že nelze s jistotou předvídat chování systému, je možné pracovat s pravděpodobnostmi, že některý jev nastane. Tyto pravděpodobnosti jsou určovány při modelování systému za pomoci výpočetní techniky. Podstatnou charakteristikou systému je jeho omezená funkční dekomponovatelnost. Ta se projevuje tak, že systém a jeho jednotlivé části se v čase dynamicky mění a mění i svoji strukturu. Z toho vyplývá, že nelze chování systému jako celku odhalit pomocí analýzy jednotlivých funkčních částí, které se také v čase mění

⁹⁹ GLEICK, J. *Informace*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2013. ISBN 978-80-7363-415-5. s. 267–268.

¹⁰⁰ STŘELKA, J. *Teorie komplexních systémů – nový rozměr ekonomie. Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 164–170. ISBN 978-80-245-1614-1.

¹⁰¹ ARTHUR, B. *Complexity and the Economy*. [online]. *Science*. April 2, 1999. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.uvm.edu/~pdodds/files/papers/others/1999/arthur1999a.pdf>.

¹⁰² STŘELKA, J. *Teorie komplexních systémů – nový rozměr ekonomie. Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. s. 165.

dynamicky. K těmto změnám struktury přispívá distribuce informací a sama propojenost jednotlivých prvků.¹⁰³

4.1.2 Důležitost a cena informací v komplexním systému

V komplexních systémech je důležité také zpracování jednotlivých informací. Získání určité informace v daném okamžiku může být rozhodující pro tvorbu správného rozhodnutí. Správná informace může navíc zásadním způsobem snižovat nejistotu. Informace v současnosti vznikají mnohem rychleji a ve větším objemu, než je schopnost člověka jim porozumět a následně je vyhodnocovat. Sklenák označuje tuto situaci jako informační explozi, což je druh informačního přehlcení. V tomto ohledu je v současnosti důležité nejen informace najít, ale i analyzovat a umět použít. Pro získání relevantní a úplné informace je proto nutné čerpat z různých zdrojů a brát na vědomí pomíjivost jednotlivých informací v čase.

Samotná cena informace je závislá zpravidla na kvalitě, rozsahu a úplnosti zdroje. Je tedy nesmírně důležité vědět, kdy jaký zdroj použít a co konkrétně z něj mohou získat. Cena informací se určuje několika způsoby. V případě přístupu do databáze je možno účtovat jednotlivě za každý poskytnutý záznam. Lze ale také účtovat paušální sazby. V ceně informací je zohledněna také rychlost a její dostupnost. Platí obecně, že s kvalitou poskytovaných informací a důvěryhodností jejich producenta roste jejich cena.¹⁰⁴ Společnost Bloomberg, zabývající se komerčním poskytováním finančních informací korporátním a privátním investorům v reálném čase přes vlastní terminál, poskytuje tyto informace za paušální cenu okolo 20 tis. USD ročně.¹⁰⁵

¹⁰³ STŘELKA, J. Teorie komplexních systémů – nový rozměr ekonomie. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí.*

¹⁰⁴ SKLENÁK, V. *Data, informace, znalosti a Internet.* 1. Vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-409-0. s. 5–9.

¹⁰⁵ SEWARD, Z. This is how much a Bloomberg terminal costs. *qz.com*. [online]. May 15, 2013. [cit. 2014-05-03]. Dostupný z: <http://qz.com/84961/this-is-how-much-a-bloomberg-terminal-costs>.

4.1.3 Ekonomický systém pohledem teorie komplexních systémů

Na ekonomický systém nabízí pohled komplexní ekonomie. Jde o směr využívající poznatky teorie komplexních systémů. Komplexní ekonomie se pak zabývá uspořádáním soustav na základě poznatků právě této teorie.

Teorie komplexity pak definuje ekonomický systém postrádající globálního „usměřovatele“. Směřování systému vzniká mechanismem konkurence mezi jednotlivými agenty¹⁰⁶. Chování jednotlivých agentů, jejich strategie a produkty jsou neustále měněny. Projevem systému je inovativnost, kdy nové trhy, technologie a chování vytváří opět další nové příležitosti.¹⁰⁷ Problém v jedné části systému však může ovlivnit další části a skrz dominový či kaskádový efekt přerůst z lokálního problému do globální krize.¹⁰⁸

4.2 Dluhová krize jako komplexní systém

Systémové myšlení tedy umožňuje studovat problémy reality komplexně a v souvislostech. Pokud je snaha porozumět něčemu izolovaně, lze zjistit, že je to propojeno s dalšími věcmi tohoto světa. Pak lze problém pochopit v novém světle, jako systém složený z jednotlivých prvků, které působí mezi sebou v určitých interakcích a také v interakci s okolím.

¹⁰⁶ Agent je chápán, jako prvek systému jednající samostatně nebo v kooperaci s ostatními agenty.

¹⁰⁷ STŘELKA, J. Teorie komplexních systémů – nový rozměr ekonomie. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 164–170. ISBN 978-80-245-1614-1.

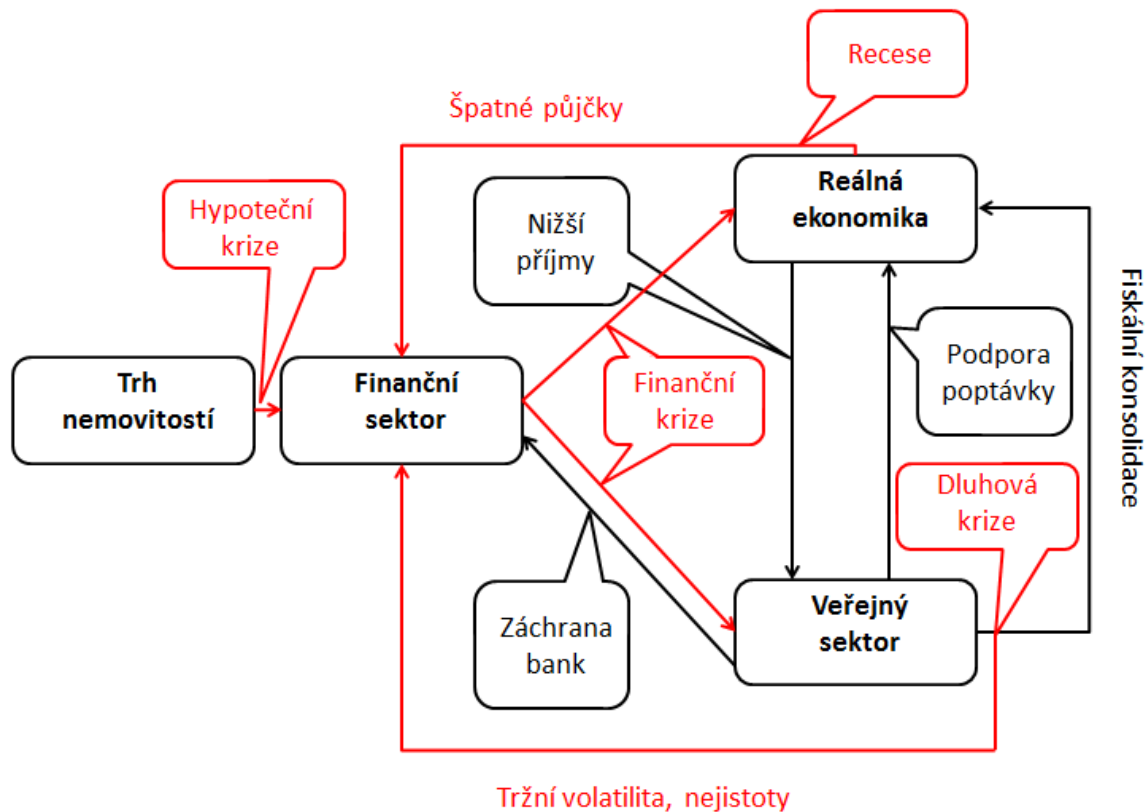
¹⁰⁸ KIRMAN, A. a HELBING, D. *Rethinking Economics Using Complexity Theory*. [online]. Iowa State University, 2013. [cit. 2014-04-20].
Dostupný z: <http://www2.econ.iastate.edu/tesfatsi/RethinkingEconomicsUsingComplexityTheory.DHelbingAKirman2013.pdf>.

Pokud je navíc možno přistoupit k řešenému problému pomocí náhledu různých vědních disciplín, umožňuje to vidět problém v jeho dalších souvislostech.¹⁰⁹

Dosavadní analýza dluhové krize ukazuje, že v dnešní situaci již nejde jen o to problém identifikovat, ale správně zachytit a popsat jeho chování, hledat souvislosti a vzájemné vazby mezi jednotlivými subjekty. V tom může pomoci právě komplexní přístup. Problém totiž lze charakterizovat jako určité odchýlení se od rovnovážného stavu, do kterého se systém nemůže vrátit. Problémem může být ale také něco, s čím se běžně v životě nelze setkat, nebo nelze setkat často.¹¹⁰ Pochopit lépe jednotlivé vazby subjektů soudobé dluhové krize lze snadněji díky zestručněnému schématu.

¹⁰⁹ BAZSOVÁ, B. Systémové myšlení a řešení problémů reálného světa. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 9–17. ISBN 978-80-245-1614-1.

¹¹⁰ BAZSOVÁ, B. Systémové myšlení a řešení problémů reálného světa. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 9–17. ISBN 978-80-245-1614-1.



Obrázek 30: Schéma dluhové krize
Zdroj: Vlastní

Příklad krize na schématu začíná bublinou na trhu nemovitostí a tedy následnou hypoteční krizí, která má vliv na zhoršení ceny aktiv institucí finančního sektoru. Odtud se krize dál přesouvá do veřejného sektoru a reálné ekonomiky. Veřejný sektor se pak snaží sanovat závazky soukromého sektoru a tím mu narůstá dluh veřejných financí, jako například v již dříve popsaném průběhu krize v Irsku. Co je ale důležité pro současnou fázi dluhové krize, je riziko těsných vazeb mezi finančním sektorem, veřejným sektorem a reálnou ekonomikou. Právě provázanost těchto tří subjektů může vést k přebírání odpovědnosti za riziko. To souvisí s napojením jedné rizikové banky či celých států na síť dalších finančních institucí či zemí. Instituce i státy je třeba v tomto kontextu chápat jako závislé entity. Případný pád závislé entity sebou však může přinášet právě riziko morálního hazardu.

4.3 Nerovnováha uvnitř měnové unie

Z potíží jednotlivých států GIPSI vyplývá jejich společný problém, a tím je ztráta konkurenceschopnosti. Příliv kapitálu, který živil hospodářský růst po zavedení eura, zvedl jednotkové náklady práce ve státech GIPSI skoro o 35 % oproti pouhým 9 % v Německu.¹¹¹ Společná měnová politika a nižší úrokové sazby pro země GIPSI, než by si jejich ekonomika zasloužila, vedly v těchto zemích k již popsaným bublinám na trhu úvěrů a realit, a k rychlému růstu uvedených nákladů na jednotku práce, což následně vedlo právě ke ztrátě konkurenceschopnosti zemí GIPSI. Naproti tomu Německo bylo tím, kdo vydělal na slabším kurzu eura, což se projevilo na růstu exportu. Na obrázku 30 lze vidět, jak se rozevíraly nůžky běžných účtů platební bilance zemí GIPSI oproti Německu. Modrá čára představuje přebytkovou platební bilanci běžného účtu Německa a červená ilustruje deficit platební bilance běžného účtu zemí GIPSI. Mezera konkurenceschopnosti mezi Německem a státy periferie v letech od vstupu do eurozóny až do krize v roce 2008 rostla. Ve chvíli, kdy propukla krize, tedy právě v období po roce 2008 se zastavil příliv soukromého kapitálu do těchto zemí.

¹¹¹ KRUGMAN, P. *Skoncovat s krizí*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2012. ISBN 978-80-7429-294-1.



Obrázek 31: Nevyrovnanost obchodních bilancí v eurozóně
Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat MMF

Další možnost, jak porovnat právě konkurenci jednotlivých zemí EMU, nabízí globální index konkurenceschopnosti¹¹², který každoročně sestavuje Světové ekonomické fórum. V následující tabulce jsou uvedeny vybrané země severní a jižní části EMU. Viditelná míra nerovnováhy konkurenceschopnosti zemí severní části EU oproti jižní je zřejmá.

Tabulka 1: Pořadí zemí dle konkurenceschopnosti

Země	Globální index konkurenceschopnosti, 2013
Německo	4
Finsko	3
Francie	23
Irsko	28
Španělsko	35
Itálie	49
Portugalsko	51
Řecko	91

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat World Economic Forum

¹¹² Index porovnává 148 zemí světa.

Země GIPSI se nachází v situaci, kdy by jim pomohlo devalvovat vlastní měnu a tedy obnovit konkurenceschopnost, nemají k tomu ale prostor vzhledem k jejich členství v měnové unii. Nemožnost přizpůsobit se prostřednictvím kurzu vede k náročnější cestě přes „vnitřní devalvaci“. Tedy úsporné programy, snižování nákladů a pokles mezd. To je doprovázeno pomalejším ekonomickým růstem. Tato opatření potřebují politickou podporu. Mohou navíc nabývat velmi drastické sociální podoby.

4.4 Morální hazard a současná dluhová krize

Morální hazard lze definovat obecně jako negativní vedlejší účinek postupů, které snižují riziko dobrovolných aktivit a transakcí ekonomických subjektů, a tím deformují jejich chování směrem k podněcování tohoto rizika. Riziko pojící se s neúspěšnou investiční nebo úvěrovou transakcí je tak přenášeno na stát, aniž by zajištěný subjekt toto krytí čímkoliv kompenzoval. Dochází tak ke zvýhodnění jednajícího. Pomoc poskytnuta státem či nadnárodní institucí druhotně vyvolává nezodpovědné chování subjektů, před jejichž důsledky chce společnost chránit. Navíc dochází k významné fiskální nerovnováze.¹¹³ Vzniká tak ve své podstatě privatizace zisků a socializace ztrát.

4.4.1 Státy

Stává se normou finančních krizí, že se soukromé dluhy promění ve dluhy veřejné. Dluhové krize států mezi lety 1970-2000 měly více jak 60% korelaci s krizemi finančního sektoru. Ne vždy jsou hlavním problémem dluhové krize náklady na finanční výpomoc a rekapitalizaci bank. Bývá jím i kombinace poklesu daňových příjmů v důsledku hospodářského poklesu a ambiciózní fiskální politika státu zaměřená na zmírnění poklesu ekonomiky (viz např. Reinhartová a Rogoff, 2011). Čtyři roky od propuknutí bankovní krize se tomu tak stalo i v Evropě. Na začátku krize docházelo k sanaci bank, kdy vlády reagovaly na krizi garantováním dluhů a kapitálovými injekcemi ze strachu z úpadku

¹¹³ DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2008. s. 275–276.

a následného šíření mezi další účastníky ve finančním sektoru, viz příklad Irska. Toto jednání sebou však přineslo nečekané důsledky, v momentě splaskla nemovitostní bublina a nemovitostní zástavy ztratily svoji hodnotu, což se projevilo v rozvahách bank, kterým poté hrozila insolvence. V této situaci je převzala irská vláda, která se snažila problém kvůli jeho možným dopadům na ekonomiku řešit. Po dvou letech a rapidním růstu státního dluhu spojeným se sanací bank zjistila, že nebude schopna závazky bank sama splatit. Uhrazení jednoho dluhu ještě větším dluhem se ukázalo jako špatné a nestabilní řešení. Vláda byla proto nucena požádat o pomoc eurozónu a MMF. Dluhové břemeno a s ním pojící se riziko se však nevytratilo. Jen ho přebral někdo jiný. Pokud se stát vydá touto irskou cestou morálního hazardu, říká tím v podstatě bankéřům: „Půjčujte si, kolik chcete a na co chcete, stát za vás ztráty uhradí.“ Vytrácí se tak riziko, které na sebe banky a jejich věřitelé berou. To samo o sobě zvyšuje riziko, které jsou bankéři ochotni podstoupit. Důraz je kladen ne na řešení příčiny, ale na řešení krátkodobého problému.

4.4.2 Bankovní unie

Jedním z mechanismů, který je v současné době tvořen v návaznosti na protikrizová opatření, je vznik bankovní unie. Ta v podstatě přenáší pravomoc rozhodovat o situaci bank v problémech, o tom zda je sanovat, pomoci jim či je rozprodat, z úrovně jednotlivých států na mechanismus, v němž budou mít slovo další státy spolu s Evropskou komisí. Jde nový jednotný bankovní dohled. Do společného fondu na záchranu bank v problémech by měly namísto daňových poplatníků přispívat již samotné banky. I když tady leží jádro sporů o to, jakou roli má hrát při záchraně či zavření krachující banky daňový poplatník a jakou majitel či klient finanční instituce.

Státní podpora bank přichází zejména v případě, pokud jsou tzv. „too-systemic-to-fail“. Tady velmi propojené s dalšími finančními institucemi tak, že pád jedné přivodí problémy či pád dalších bank. Naděje na záchranu z peněz daňových poplatníků může vést k vyšší míře podstupovaného rizika ze strany bank. Zejména těžko pozorovatelné vazby mezi jednotlivými bankami stojí za tím, že pád jedné může vést k šíření nákazy mezi další účastníky trhu. To je hlavním argumentem při státních zásazích v bankovní krizi.

V průběhu dluhové krize v Evropě se lze setkat s dvěma přístupy k záchraně bank. První je irský, kdy garanci za banky převzal stát namísto klientů a akcionářů. Ten však poté situaci neustál a musel požádat o pomoc ECB a MMF. Druhý přístup je kyperský, kdy byly akcionářům a střadatelům zabaveny vklady převyšující 100 tis. eur.¹¹⁴

4.4.3 ECB

Obecné poslání centrální banky je stanoveno cíli, jako jsou stabilita cenové hladiny, rozumná míra inflace či stabilita měnového kurzu. V poslední krizi však centrální banky sáhly k velmi razantnímu nástroji, a to kvantitativnímu uvolňování. To je v podstatě opak role, kterou sehrával FED v období Velké hospodářské krize a která mu byla několik let poté vyčtena. Tento ani další způsoby měnové politiky centrálních bank však nejsou bez rizika.

Kvantitativní či úvěrové uvolňování vychází z přesvědčení, že centrální banka má zasáhnout na trhu u dlouhodobých dluhů, stejně jako to dělá u dluhů krátkodobých. Radikální lék podaný v krizi mívá bohužel nezamýšlené důsledky, a tím je morální hazard. Centrální banka tím dává signál, že udělá téměř cokoliv pro zastavení a prohlubování krize. To ji staví do pozice věřitele poslední instance.¹¹⁵ Navíc inflace de facto transferuje bohatství od lidí, kteří šetří k těm, kteří se rádi zadluží.

Po propuknutí krize v eurozóně se ECB stala jednou z nejdůležitějších institucí. Dostala se do situace, která není s tím, jak doposud fungovala, zcela standardní. V situaci, kdy se rozhodla nakupovat vládní dluhy zemí ohrožených dluhovou krizí v rámci Programu na nákup dluhopisů (SMP), porušila článek 125 o fungování Evropské unie, kde je de facto zakázán Bail-Out, tedy převzetí dluhů soukromého sektoru touto centrální

¹¹⁴ NĚMEC, J. Bankovní unie – kdo zaplatí za krachy? *Ekonom*. Praha: *Economia*, 2013. roč. 58, č. 43, s. 38. ISSN 1210-0714.

¹¹⁵ ROUBINI, N. a MIHM S. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4102-4. s. 136–140.

bankou. A to zejména pokud jde o pomoc v případě zemí, které platí eurem. ECB však nakoupila skoro za 225 mld. eur dluh od ohrožených zemí GIPSI.¹¹⁶

V tomto ohledu bylo zajímavé i prohlášení prezidenta ECB, který řekl v červenci roku 2012, že: „*V rámci našeho mandátu je ECB připravena udělat cokoli, aby zachránila euro. A věřte mi, bude to stačit.*“¹¹⁷ Nutno podotknout, že ECB v současné situaci z jisté části napravuje své chyby z dob, kdy aplikovala expanzivní měnovou politiku a s ní spojený boom nemovitostního trhu. Právě nejvíce zadlužené země by byly rády, pokud by od nich ECB nakupovala další dluhopisy. Tomu v současnosti brání smlouvy EU. Přesto se těmito kroky pasovala ECB do role „věřitele poslední instance“, ačkoliv podle smlouvy o EU tuto pozici zastávat nesmí. Ve skutečnosti však nákupy dluhopisů ze strany ECB nepřinášejí žádný dlouhodobý efekt a rozhodně neřeší příčiny současné dluhové krize v eurozóně. Jde o kupování času a přesun dluhů soukromého sektoru do sektoru veřejného a odtud k zadlužení nadnárodních institucí jako jsou MMF, ECB a EK. Přesto právě setrvání eurozóny v současné podobě závisí do značné míry na nestandardní politice ECB.

K aktuální situaci s ohledem na ECB poznamenává Frankel, že pro ECB znamená kvantitativní uvolňování problém zejména s ohledem na to, že eurozóna nemá žádný centrálně vydávaný a obchodovatelný eurobond, který by mohla nakoupit. A věřitelé pokládají dluhopisy Řecka a dalších států periferie Evropy za formu financování rozmařilých vlád.¹¹⁸

¹¹⁶ ECB. Open market operations. [online]. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z:
<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

¹¹⁷ ECB. Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. [online]. July 26, 2012. [cit. 2013-01-18].
Dostupný z: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

¹¹⁸ FRANKEL, J. Why the ECB Should Buy American *Project-syndicate.org* [online]. March 13, 2014. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/jeffrey-frankel-urges-the-ecb-to-buy-us-treasuries-to-expand-the-monetary-base>.

5. Dopad dluhové krize na exportní možnosti podniku¹¹⁹

Okolo 80 % českého HDP je exportováno. Dopady dluhové krize na exportní možnosti českých podniků jsou v tomto ohledu velmi důležité. Právě proexportní podpora se stala nástrojem pro tlumení dopadů dluhové krize v ČR. Díky tomu se krize zemi do značné míry vyhnula. Tuzemské banky se z drtivé většiny vyvarovaly investic do aktiv navázaných na nemovitostní trhy, které zkolabovaly. Problémům se však nevyhnuly některé z mateřských bank společností působících na českém trhu. Současná situace v českém bankovním sektoru je stabilní. To je dáno i přísnou regulací ze strany ČNB, která brání vyvážení kapitálu z českých bank k posílení mateřských bankovních skupin. Přesto je právě ČR díky své malé otevřené ekonomice ve vleku světových událostí, které se dotýkají exportních cílů českých firem. Dokladem vnímání naší malé země okolním světem jsou i články renomovaných médií, která referovala o české ekonomice v počátcích krize mylně jako o „Argentině na Dunaji“¹²⁰. Globální trhy nemusí v období paniky vnímat diametrální odlišnosti jednotlivých zemí střední a východní Evropy.

Loňský rok byl pro český export, dle údajů Asociace exportérů, rekordní a dosáhl sumy 3,157 bilionu Kč.¹²¹ Zhruba 78 % exportních z celkových tržeb je tvořeno v Evropě. Z toho většina v zemích platících eurem. Vliv na samotný růst HDP malé exportní ekonomiky má tedy i absence eura, Jonáš hodnotí míru sebepoškozování v tomto ohledu okolo 1,5 % HDP ročně. To, jak dodává, odpovídá zhruba 613 mld. Kč promarněných

¹¹⁹ Informace o společnosti LINET v této části práce pocházejí zejména z mailové a telefonické komunikace diplomanta s jedním z majitelů společnosti panem Ing. Zbyňkem Frolíkem.

¹²⁰ *Economist.com*. Argentina on the Danube? [online]. February 19, 2009. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.economist.com/node/13144925>.

¹²¹ *BusinessInfo.cz*. Rok 2013 byl pro export rekordní. [online]. leden, 2014. [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/rok-2013-byl-pro-export-rekordni-46302.html>.

za 10 let.¹²² V této kapitole se autor věnuje konkrétním vlivům a dopadům dluhové krize na exportní možnosti společnosti LINET spol. s r. o. (dále jen LINET).

5.1 Historie společnosti LINET

Společnost LINET se sídlem v Želevčicích u Slaného byla zapsána v obchodním rejstříku 3. 9. 1990. Zakladatel společnosti je Zbyněk Frolík¹²³. Startovní kapitál v počátcích podniku byl 400 tis. Kč. V současnosti má společnost 3 jednatele. Firma se zabývá zejména vývojem, výrobou a následným prodejem nemocničních a pečovatelských lůžek. Za více jak 23 let své existence se firma vypracovala do pozice největšího evropského výrobce nemocničních a pečovatelských lůžek a expanduje do dalších částí světa.



Obrázek 31: Logo LINET spol. s r. o.

Zdroj: LINET

Portfolio firmy obsahuje produkty hi-tech zdravotnických lůžek, dále lůžek pro běžnou péči i speciální lůžka pro domovy seniorů či léčebny dlouhodobě nemocných (viz Příloha 3), vyrábí také přídatné stolky, speciální matrace a antidekubitní systémy¹²⁴.

¹²²JONÁŠ, O. Odmítání eura škodí ekonomice. *iHNed.cz* [online]. 11. listopadu, 2013. [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://dialog.ihned.cz/c1-61242860-ondrej-jonas-odmitani-eura-skodi-ekonomice>.

¹²³ Absolvent ČVUT Praha, Fakulty elektrotechnické, v oboru Technická kybernetika a elektronické počítače. V roce 2003 obdržel ocenění Podnikatel roku, v roce 2011 převzal z rukou prezidenta České republiky Státní vyznamenání – medaili Za zásluhy. Je členem představenstva Svazu průmyslu a dopravy ČR. Podílí se na přípravě Národní politiky výzkumu a vývoje.

¹²⁴ Kombinace speciálního programu a matrace pro imobilní pacienty s rizikem proleženin.

V roce 1991 odprodávají majitelé firmy 50,01% podíl německé společnosti WISSNERBOSSERHOFF, ponechali si však právo veta při rozhodování. S podporou zahraničního partnera LINET začíná expandovat na trhy střední a východní Evropy. V roce 2004 po vstupu do EU získává společnost přístup na trhy ostatních zemí EU. Od svého vzniku společnost klade důraz na inovace. Firma vlastní zhruba 100 patentů, mezi něž patří i bezkontaktní sledování tepu. V roce 2005 proto zakládá Akademii produktivity a inovací. V roce 2006 měla firma obrát 1,56 mil. Kč. Na počátku roku 2008 začíná společnost výstavbu nového závodu, který navýšil výrobní kapacitu na dvojnásobek.¹²⁵ S příchodem krize na konci roku 2008 se evropské ekonomiky začínají potýkat s prvními problémy.

Firma se snaží být na trhu inovativním lídrem a pravidelně uvádí výrobky a služby, které snižují fyzickou námahu zdravotnického personálu, zefektivňují poskytovanou péči a zvyšují komfort pacienta. Roční výroba se pohybuje okolo 70 tisíc lůžek. Většina produkce je určena na export do více jak sta zemí po celém světě. Od roku 2011 došlo nově ke změně firemní struktury a český LINET je součástí nizozemského holdingu LINET Group SE.¹²⁶ V české části společnosti pracuje v průměru 550 zaměstnanců (viz Příloha 4). Aktuální hodnotu společnosti stanovily dvě nezávislé auditorské firmy „velké čtyřky“ na 8 mld. Kč. Na obrátu společnosti se podílí z více jak 80 % export výrobků (viz Příloha 3).

5.2 Charakteristika trhu z pohledu společnosti LINET

Společnost v současné době působí na více jak 100 trzích. Frolík k tomu podotýká, že je pro jeho společnost zajímavý jakýkoliv trh, kde alespoň nějakým způsobem funguje ekonomika. Největší konkurenti LINETu na světových trzích jsou společnosti

¹²⁵ KOŠTURIÁK, J. a CHAL J. *Inovace - vaše konkurenční výhoda!* 1. vyd. Brno: Computer Press, 2008. ISBN 978-80-251-1929-7. s. 47.

¹²⁶ LINET. Profil společnosti. *Linet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://www.linet.com/cz/o-nas/profil-spolecnosti>.

Hill-Rom Inc. (USA), Stiegmeyer Group (Německo), Stryker Corporation (USA), a Paramount Bed Co, Ltd. (Japonsko). Největší z těchto z těchto společností dle obrátu byla v uplynulém roce firma Hill Rom Inc., s obrátu 1,63 mld. USD. Tento americký konkurent LINETu působí na trhu již 85 let.

5.2.1 Inovativní přístup

Společnost klade v boji s konkurencí velký důraz na inovaci svých hi-tech lůžek. Jedním z nejmodernějších produktů je do lůžka integrovaný systém Vitalmonitor. Jak napovídá název, tento systém sleduje pomocí extrémně citlivých senzorů základní životní funkce pacienta ležícího na lůžku. A to bezkontaktně, tedy bez připojení pacienta k jedinému kabelu. Celý vynález je postaven na algoritmu snímání kmitů, ke kterým dochází při vypuzování krve srdeční aortou. Cílem systému není nahradit drahá a daleko vyspělejší diagnostická zařízení, ale sledovat a přenášet z pacientova lůžka informace o tepové frekvenci, dechové frekvenci či případně upozornit personál na pacientův možný pád z lůžka a přenést tyto údaje díky on-line monitoringu v reálném čase například přímo do počítače ošetřujícího personálu, ale i iPadu či smartphonu. To umožňuje využívat systém Vitalmonitor i mimo nemocniční zařízení, například při domácím ošetřovatelství. Statistické údaje, kterými společnost LINET disponuje, ukazují, že k infarktu myokardu a většině úmrtí ve zdravotnických zařízeních dochází nejčastěji mezi 3. a 4. hodinou ranní. V této době je navíc v zařízeních nejméně personálu a kontrola pacientů neprobíhá v tak častých časových intervalech jako přes den.¹²⁷

Dalším inovativním prvku u lůžek je tzv. 5. kolečko, které usnadňuje personálu nemocnic fyzicky náročný transport lůžka. Technologie i-Drive Power umožňuje, aby bylo lůžko díky tomuto 5. kolečku poháněno elektricky.

¹²⁷ LINET. Vitalmonitor: pacienti pod ochranou. *Linnet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-26].

Dostupný z: <http://www.linnet.com/cz/o-nas/komfort-2014/vitalmonitor-pacienti-pod-ochranou-1>.

Lůžko Multicare LE zase působí při prevenci dekubitů zvolením vhodného antidekubitního programu se střídavým tlakem v kombinaci s aktivní matrací a na základě aktuálního zdravotního stavu pacienta. Lůžka LINET pro pacienty s nutností intenzivní péče a sníženou pohyblivostí pak obsahují také vestavěnou váhu, která umožňuje měření hmotnosti pacienta bez rizikového a časově náročného přesunu lůžka na vážicí rampu. To je využíváno zejména u pacientů imobilních, po transplantacích a operačních výkonech, ale i při dialýzách.¹²⁸

5.2.2 Distribuční síť

Distribuce výrobků na jednotlivé trhy dělí LINET na tu, která probíhá na území ČR a ve světě. V ČR využívá LINET své regionální obchodní zástupce, kteří jsou v přímém kontaktu s koncovým zákazníkem. Distribuce ve světě probíhá zejména pomocí dceřiných společností v rámci celého holdingu:

- LINET FAR EAST (Čína),
- LINET France (Francie),
- WISSNERBOSSERHOFF Belgium (Belgie),
- LINET Flex-Linet (Španělsko),
- LINET Italia (Itálie),
- LINET UK (Velká Británie),
- LINET Sweden (Švédsko),
- LINET Americas (USA),
- Linet do Brasil Participacoes Ltda. (Brazílie).

Tyto dceřiné společnosti působí v zemích uvedených v závorce. Celkem firma exportuje do 102 zemí světa. Nejdůležitějším trhem je pro LINET i nadále Evropa,

¹²⁸ LINET. Lůžka s váhou pro kvalitnější intenzivní péči. *Linet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-26]. Dostupný z: http://www.linet.com/fileadmin/user_upload/02_LINET_cz/Komfort/32013/13_11_komfort03_def_web.pdf.

kteřá se podílí na 59 % z celkového obratu. Následují regiony Severní a Jižní Ameriky s téměř 28 % z celkového obratu. USA jsou význačné růstem tržeb každoročně až o 50 %. Z tohoto pohledu jde pro LINET o velmi perspektivní trh. Distribuce do dalších částí světa probíhá pomocí zastoupení jednotlivých obchodních partnerů. Dodací lhůty se pohybují okolo 9 týdnů a jsou závislé zejména na aktuální vytíženosti výroby. K samotné dopravě výrobků společnost využívá kamionovou přepravu (po Evropě) a lodní kontejnerovou dopravu.

5.2.3 Cenová politika

Cenová politika společnosti LINET je její vlastní know-how. Obecně ale proces stanovení ceny vychází z kalkulace veškerých nákladů a marží. Tato kalkulace stanoví minimální cenu, za kterou je společnost schopna produkt vyrobit. Cena jednoho hi-tech zdravotnického lůžka se pohybuje od 200 až do 500 tis. Kč. Toto rozmezí je variabilní zejména s ohledem na doplňkové vybavení funkcí, které lze u lůžek individualizovat na přání zákazníka.

5.2.4 Řízení finančních rizik

Společnost LINET je výrazně proexportně orientovaná. To sebou přináší obchodně-tržní rizika. Zásadním faktorem z tohoto pohledu je pohyb měnových kurzů. Společnost využívá hedging. Kurzová rizika společnost řídí prostřednictvím zajišťovacích derivátů. Konkrétně jde o měnové forwardy, tedy mimoburzovní termínované obchody. Měnový forward se sjednává k určitému datu za určitou cenu a obsahuje závazek kupujícího koupit určité množství příslušné měny za určitou cenu a následně závazek prodávajícího prodat dohodnuté množství měny za stejných podmínek.¹²⁹ Pro přepočítání transakcí využívá LINET denní kurz devizového trhu ČNB. Majitel společnosti Zbyněk Frolík oceňuje snahu ČNB podpořit export. Kritizuje ale, že intervence přišla skokově a ne postupně.

¹²⁹ JÍLEK, M. *Mezinárodní finance*. 1. vyd. Skripta, ZFJU v Českých Budějovicích, 2001. ISBN 80-7040-508-2.

V situaci, kdy mají společnosti pojištěno až 80 % kurzových tržeb na rok dopředu, neměly možnost na tento krok ČNB zareagovat. Přesto odhaduje přínos intervence pro společnost již nyní v nižších desítkách milionů korun. Frolík by vzhledem k silné orientaci jeho firmy na export ocenil přijetí eura. Tvrdí, že kapacitu věnovanou zajišťování koruny vůči euru by management jeho firmy mohl využít na produktivnější, inovativnější a z jeho pohledu důležitější činnost.

5.3 Dluhová krize a společnost LINET

Je obecně známo, že rizika exportu obecně vyplývající z ekonomické situace jednotlivých států a cílových trhů, kde společnost realizuje svoji obchodní činnost. Podnik se s riziky a nejistotami setkává v běžném hospodářském životě každodenně, v jednotlivých obchodních případech. Rizika lze rozeznat na systematická a na jedinečná. Systematickými riziky je riziko politické, riziko pohybu úrokových měr, inflace, riziko nelikvidity či riziko z neočekávaných událostí. Zdroj jedinečného rizika je pak zejména samotné podnikatelské riziko, finanční riziko či riziko manažerské neodpovědnosti.¹³⁰

Strach z toho, jak se bude vyvíjet dluhová krize v EU, samozřejmě měly i podniky. Krize a s ní spojená slabá poptávka se projevuje na snížených příjmech, ziscích respektive ztrátách společností. Z důvodu poklesu poptávky firmy propouštějí, to ale dále oslabuje poptávku, protože se snižují příjmy pracujících. Náklady na mzdy jednoho podniku však představují příjmy pro podnik další a to, že jeden podnik jedná účelně a hospodárně se projevuje ničivě pro ekonomiku jako celek. Podniky jsou pak nuceny v těžkých časech omezovat výrobu, odstavit provoz, či hůře zavírat své provozy natrvalo.

V krizi také banky zásadním způsobem přehodnocují svoji úvěrovou politiku, daleko více prověřují bonitu klientů při žádostech o půjčky a zpřísňují podmínky jejich poskytování.

¹³⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Podnik v časech krize: jak se dostat do potíží a jak se dostat z potíží: zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3136-0. s. 54.

To zejména jako důsledek vlastních kapitálových potíží či ze vzrůstajícího rizika jejich budoucího nesplácení.

V krizích je možno se setkat nejčastěji s rizikem platební neschopnosti či druhotné platební neschopnosti. Dříve se o riziku platební neschopnosti hovořilo zejména v souvislosti s firmami tzv. třetího světa. Ve vyspělých ekonomikách se mu předcházelo pomocí zajištění ze strany exportních pojišťoven. Ty s pomocí vládního zaštitění či přímo státními penězi pomáhaly podnikům tomuto riziku předcházet. V průběhu krize se však z platební neschopnosti stal standardní jev i ve vyspělých ekonomikách. To se projevuje i na nárůstu insolvenčních řízení a žádostmi o ochranu před věřiteli.¹³¹

V některých odvětvích se v krizi může uplatňovat protekcionismus ze strany domácího obyvatelstva, to může být pro exportní podnik zásadní ohrožení působnosti na daném trhu. Podniky se na podobná rizika připravují jen velmi zřídka.

Dluhová krize se projevila i ve zdravotnictví. Výdaje zejména evropských států na zdravotnictví, dle studie Světové zdravotnické organizace, procházely značnými úspornými škrty. Okolo 20 evropských států v důsledku krize snižovalo výdaje do zdravotnictví právě v důsledku fiskálních škrtnů spojených s dluhovou krizí.¹³²

Pro společnost LINET se staly některé zakázky z předlužených zemí velmi problematické, především proto, že firma obchoduje na jihu Evropy zejména se státními podniky. Odběratelé z Itálie, Portugalska, Řecka a Španělska společnosti LINET dluží nadále z období let 2008-2011 více jak 7 mil. eur. LINET se snažil prodat tyto pohledávky místním faktoringovým společností i pod cenou, přesto neuspěl. Společnost se potýkala také s krachem některých svých evropských odběratelů zasažených dluhovou krizí ve výše uvedených státech. Frolík uvádí, že velkou výhodou byla připravenost společnosti LINET

¹³¹ KISLINGEROVÁ, E. *Podnik v časech krize: jak se dostat do potíží a jak se dostat z potíží: zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009.*

¹³² WORLD HEALTH ORGANIZATION. Health, health systems and economic crisis in Europe Impact and policy implications. *Who.int.* [online]. ©World Health Organization, 2013. [cit. 2014-04-27]. Dostupný z: http://www.euro.who.int/__data/assets/pdf_file/0011/186932/Health-and-economic-crisis-in-Europe4.pdf.

na krizi v období, kdy se začala projevovat určitá platební nestandardnost u evropských odběratelů. V té době se firma zaměřila na export do jiných zemí a diverzifikovala. Osvědčilo se jí hledání nových trhů zejména v Africe, kde země lidnaté a bohaté na nerostné suroviny typu Botswana či Zimbabwe začaly investovat prostředky do výstavby nových nemocnic. Platební morálka evropských států GIPSI se zlepšila dle Frolíka v posledních dvou letech s přijetím evropské legislativy, která nařizuje státním institucím platit vyfakturované částky do 45 dnů. Jinak ale dle jeho slov evropský trh stagnuje a trh s lůžky je z velké části saturován.

V roce 2009 vstoupila společnost LINET po třech letech příprav na americký trh. Proniknout na tamní trh bylo velmi těžké zejména s ohledem na plnění přísných předpisů FDA (Food and Drug Administration). Dnes však regiony Severní a Jižní Ameriky představují pro společnost velmi zajímavé trhy, které LINETu pomohly překonat dluhovou krizi v Evropě. Právě na trhu v USA rostly tržby v odvětví s pečovatelskými lůžky od roku 2008 do roku 2013 o 3,3 % za rok.¹³³ Frolík porovnává prodej lůžek pro kritickou péči v USA a Evropě a říká, že jeho společnost prodává v Evropě lůžka v průměru za 1 500 euro. V USA, kde je dle jeho slov vybavení nemocnic na vyspělejší úrovni, poptávají nemocnice dražší super-hi-tech lůžka v cenách až okolo 20 000 dolarů. I z tohoto důvodu plánuje v USA výstavbu továrny.

5.4 Současný vývoj

V obchodním roce 2012/2013 zaznamenala společnost celkové tržby ve výši 1,96 mld. Kč (viz Příloha 3), to je oproti předchozímu roku nárůst o 17 %. Hospodářský výsledek po zdanění dosáhl hodnoty 391,3 mil. Kč, to představuje 19 % růst oproti předchozímu roku. V Evropě, kde firma pociťuje stále dozvuky krize v oblasti zdravotnictví, je jejím současným cílem udržení objemu prodejů. Rozvoj v teritoriích mimo Evropu uchránil společnost LINET před zhoršením hospodářských výsledků. Úspěšné dobývání nových trhů a neustálá inovace jsou zřejmě hlavní příčiny dobrých

¹³³ *IBISWorld.com*. Hospital Bed Manufacturing in the US: Market Research Report. [online]. February, 2013. [cit. 2014-04-27]. Dostupný z <http://www.ibisworld.com/industry/hospital-bed-manufacturing.html>.

hospodářských výsledků společnosti LINET i během období dluhové krize v Evropě. Zajímavé bude sledovat, jak se na exportních výsledcích firmy projeví plán ČNB držet kurz koruny za euro na hladině 27 Kč přinejmenším do roku 2015. Do roku 2017 chce společnost ustálit svoji pozici v USA a zvýšit tržby spolu se ziskem na dvojnásobek.¹³⁴

¹³⁴ NÁDOBA, J. Nejvyšší čas. *Forbes*. Praha: Business Consulting & Media, 2013. roč. 3, č. 4, s. 36–47. ISSN 1805-059X.

Závěr

Současná evropská dluhová krize snese bez nadsázky svým rozsahem a délkou trvání srovnání s největšími krizemi 20. století. Každá krize je však svým způsobem nová a specifická. Za hlavní příčiny současné krize je možno na základě uvedené analýzy považovat zejména dlouhodobé excesivní zadlužování evropských států GIPSI a jejich následnou ztrátu konkurenceschopnosti. Problémy eskalovaly zejména po nadměrné úvěrové expanzi a následnému splasknutí bublin. Krize byla ve svých prvopočátcích krizí lokální, probíhala na území jednotlivých států. Po splasknutí bublin a následném přebírání nesolventních finančních institucí státem přerostla do krize reálné ekonomiky s globálním měřítkem. Zejména pak díky propojení finančních institucí.

Hlavním cílem autora diplomové práce bylo provést analýzu a nalézt možná poučení z dluhových krizí v kontextu současné dluhové krize. K dosažení tohoto cíle bylo nezbytné nejprve v první části práce vymezit základní pojmy, které jsou spojeny s jednotlivými druhy hospodářských krizí. V následující části se autor věnoval již historickému kontextu dluhových krizí, a to od prvopočátků vzniku dluhu až do nedávné minulosti a chápání dnešních dluhů veřejných financí. Z té autor plynule přechází k analýze dluhové krize v zemích GIPSI, které byly průběhem recese v eurozóně zasaženy nejvíce.

V další části se autor zabývá jednotlivými řešeními dluhové krize ze strany států a institucí „věřitele poslední instance“ ECB a MMF, a to zejména s ohledem na morální hazard. Projevy dluhové krize jsou pak hodnoceny na konkrétním subjektu, konkrétně společnosti LINET, zabývající se prodejem zdravotních lůžek. Autor charakterizuje konkurenční prostředí a trh, v kterém společnost podniká. Dále analyzuje již konkrétní dopady, které měla dluhová krize na tuto společnost.

V samotném závěru autor navrhuje na základě analýzy průběhu krize konkrétní opatření při řešení soudobé krize a minimalizaci vzniku morálního hazardu při pomoci finančním institucím.

Jak již bylo uvedeno v kapitole čtvrté, dnešní trh je velice komplexní, složitý a provázaný. Působí na něm řada ekonomických činitelů. Z historie vyplývá, že vzniku krizí nelze

prakticky zabránit a je obtížné je předvídat. Nápomocná není ani současná regulace, není totiž snadné regulovat všechny finanční instituce na trhu. To sebou v době krize přináší riziko morálního hazardu při záchraně finančních institucí státy. Státy se mohou dostat při Bail-Outu těchto institucí do dluhové krize a jsou následně pod hrozbou bankrotu nuceni žádat o pomoc věřitele poslední instance MMF a ECB. Finanční instituce jsou dnes zkrátka „příliš velké a příliš provázané na pád“. Jejich komplikovanost navíc ztěžuje rychle analyzovat potenciální dopad pádu jedné instituce na pád dalších. Určitá provázanost snižuje pravděpodobnost výskytu krize, v případě vzniku krize však zvyšuje potenciál a samotnou rychlost šíření do dalších institucí. Kapitál v dnešním globalizovaném světě je možno přemístit během minut či sekund, což je jedním z jeho primárních smyslů. To znesnadňuje rozhodnutí nechat jednotlivé finanční instituce padnout i v případě jejich špatných investičních rozhodnutí. Přebíráním jejich závazků na sebe berou státy nejen riziko, ale je také potlačována esence kapitalismu, možnost zbankrotovat. V počátcích dluhové krize byly právě instituce před kolapsem uchráněny kapitálovou podporou z veřejných rozpočtů. Taleb k tomu dodává, že současný systém si bere to nejhorší ze socialismu i kapitalismu. Komplexita podle něj spolu se zadlužením představuje sama o sobě velké riziko a neponechává prostor pro chyby. Kapitalismus se nemůže vyhnout bublinám jako takovým. Ty dluhové se však ukazují jako vysoce ničivé. Dluhy veřejných rozpočtů jsou také problémem dlouhodobým a strukturálním.¹³⁵

Komplexnost systému znemožňuje jednotlivým regulátorům na národní úrovni porozumět a řídit současný finanční systém. Informací přitom mají regulátoři dostatek, základní problém je omezená možnost je zpracovávat v reálném čase napříč celým trhem. Autor diplomové práce navrhuje jako řešení omezení vazeb mezi jednotlivými finančními institucemi. Toto řešení vychází z teorie komplexních systémů uvedené výše. Současná provázanost totiž neumožňuje zabránit v případě potíží těchto institucí destabilizaci celé ekonomiky. Banka v úpadku může způsobit kaskádový efekt. Banky v současném systému jsou propojeny jak přes vzájemné transakce a úvěry, tak i prostřednictvím společných vlastníků.

¹³⁵ TALEB, N. *Černá labuť*. 1. Vyd. Praha: Paseka, 2011. ISBN 978-80-7432-128-3. s. 389–390.

Omezení vazeb a propojení jednotlivých bank nabízí možnost nechat jednotlivé instituce padnout a neprodlužovat tak projevy krize. Záchrana jednotlivých bank má být postavena na nejistotě, že v případě insolvence ponесou důsledky svých špatných investičních rozhodnutí. Pokud tomu tak není, snižuje se averze k riziku. Eliminovat zásadním způsobem jednotlivé problémy v tak komplexním a vyvíjejícím se systému jakým je globální trh, je téměř nemožné. Z těchto důvodů je omezení vazeb mezi komerčními a investičními finančními institucemi zásadní. Měla by být pevně vymezena hranice, kdy stát má pomoci finanční instituci a kdy ji má nechat bankrotovat. Na jedné straně by tak byly vymezeny komerční banky, které by podléhaly silnější regulaci, vyšší kapitálové přiměřenosti a byly by omezeny v možnostech investic do rizikovějších obchodů. Také struktura těchto bankovních institucí by měla být čitelnější. Naopak pro investiční banky by byla omezení minimální a možnosti investice velmi liberální a spekulativnější. Avšak v případě potíží těchto institucí by nebyla poskytována státní pomoc tak, jak tomu je doposud. Omezení systémového rizika by mělo větší efekt na stabilizaci finančního systému v případě šíření krize. Samotné transakce mezi komerčními a investičními bankami by pak měly být regulovány či dle potřeby daněny nebo doplněny o další kontrolní mechanismy. Komerční bankovníctví je zásadní pro fungování současného ekonomického systému. Proto by mu měla být v případě potíží poskytnuta, za dodržení podmínek, veřejná pomoc v případě, že nestačí kapitál akcionářů či klientů. Samotná velikost bank nemusí být v tomto ohledu problémem. Tím je komplexita finančních konglomerátů. Právě oddělení spekulativních investic od komerčního bankovníctví otevírá regulátorům možnost nechat padnout i velké banky a zabránit přitom šíření negativních dopadů na celý systém a reálnou ekonomiku. V současné EMU k takovým krokům nedochází. Jednotlivé státy, jejichž dluh přesahuje násobně jejich roční HDP, se de facto připravily o pozici věřitele poslední instance. Trhy jim přestaly důvěřovat a přestaly půjčovat. Banky se pak přesvědčily o tom, že přestalo platit pravidlo, které pokládalo za bezpečné držet vládní dluh. To zejména s ohledem na to, že stát byl pokládán za vždy solventní. V okamžiku, kdy toto přestalo platit, došlo k přesunu dluhů jednotlivých států na celoevropskou úroveň.

Při vlastní záchraně komerčních bank by pak měl být použit nejprve kapitál akcionářů a klientů banky. Případná pomoc státu by měla být až následná a pouze při možném ohrožení a destabilizaci ekonomiky v regionu. Ztráty bank by měli nést zejména jejich

akcionáři a věřitelé, ne daňový poplatník. Neměl by být také stanoven předpoklad, že banky budou sanovány z peněz daňových poplatníků namísto jejich vlastníků tak, aby tito byli ušetřeni ztrát. Návrh bankovní unie počítá s tím, aby mohly v případě krize dceřiné banky pomáhat kapitálově svým matkám. Kapitálově oslabené dceřiné banky však mohou s příchodem další krize přispívat k jejímu rychlejšímu šíření. V tomto ohledu se nabízí také stanovit požadavek na vyšší minimální kapitál banky. To by zabraňovalo případnému pádu banky či ho alespoň zmírnilo. Kapitál je však velmi drahý a jeho povinné navýšení by prodražilo bankovní produkty koncovým klientům. Navíc jak bylo uvedeno, pro regulátora je velmi náročné sledovat v reálním čase obchodní aktivity investičních bank. Snižování složitosti v části finančního trhu, tedy na straně komerčních bank, by mělo být zásadním cílem.

Současná krize také odhalila nepřipravenost ECB a EK krizovou situaci řešit. ECB při Bail-Outu zadlužených států de facto porušila již zmíněný článek 125 o fungování Evropské unie. EMU je systém, který je těsně provázaný a zároveň velmi složitý. Jednotlivé části jsou poměrně odlišné. Země periferie se liší od jádra. Eurozóna spojila státy, mezi nimiž neexistovala dříve jasná vazba a pevně je propojila. To dalo vzniknout novému druhu krize, který předvídal jen málokdo. Státy jako Řecko a Itálie navíc zakrývaly manipulacemi problémy veřejných financí již při vstupu do eurozóny. Pokud by EK a ECB neselhaly jako kontrolní instituce, tyto státy by nikdy nebyly připuštěny vstoupit a stát se členy eurozóny. Program na odkup dluhopisů se stal ve své podstatě jen dočasným zmírněním problémů.

Často zmiňovaná příčina je společná měna. Euro samo o sobě však není příčinou dluhové krize, tou jsou již uvedené dlouhodobé dluhy. Se zavedením eura ale došlo ke sblížení úrokových sazeb v zemích, které si nejsou natolik hospodářsky podobné, aby si to zasloužily. Příkladem je realitní krize v Irsku a Španělsku, které potřebovaly jiné úrokové sazby než německý realitní trh a došlo k přehřátí na těchto trzích. V těchto dvou zemích ovlivnil efekt eura soukromé finance. Přesto nelze euru upřít to, že krizi určitým způsobem akcelerovalo. Demaskovalo strukturální problémy jednotlivých zemí uvnitř Evropy.

Ve skutečnosti se však nedaří řešit příčinu krize, a tou je chronické zadlužení jednotlivých států GIPSI a jejich následná ztráta konkurenceschopnosti. Trhy se uklidnily po ujištění

Mária Draghiho, že udělá pro záchranu eura cokoliv. Skutečný problém přetrvává ale nadále. Příčiny krize nezmizely, jen byly dočasně utlumeny. Nově by měly být vymezeny a nastaveny pravomoci ECB a EK reflektující na současný průběh krize, a to tak, aby bylo možno v případě paniky na trzích provádět rychlé reakce a krizově řídit problematické banky. Státy ani instituce s instancí „posledního věřitele“ nestojí mimo ekonomiku. Naopak jsou její součástí. Dluhy vždy v konečném důsledku musí někdo uhradit. V případě, že se státům nedaří tyto dluhy uhradit, nemělo by z nich být snato riziko bankrotu jen proto, že jsou členy většího celku, tedy EMU. Pokud na sebe berou riziko, měly by si být plně vědomy důsledků s tím spojených. Jedině tak se dá předejít v budoucnosti podobné destabilizaci EMU, kterou prožívá nyní.

Z analýzy dluhové krize na evropském kontinentu vyplývá, že dluhy samy osobě jsou důsledkem vzniku moderního sociálního státu na začátku druhé poloviny 20. století. Právě veřejným a soukromým dluhům vděčí do jisté míry Evropa za blahobyt. Obecně nelze stanovit pevnou výši dluhu, která je přijatelná. Je možno říci, že dluh může být tak vysoký, jaký je dlužník schopen splácet. Do problémů se splácením úroků z dluhu se dostaly státy GIPSI. V tomto ohledu lze tedy potvrdit výzkumný předpoklad, že příčiny a tedy jev samotné dluhové krize byly dlouhodobě podceněny.

V páté kapitole je hodnocen vliv dluhové krize v Evropě na exportní možnosti společnosti LINET. Insolvence evropských odběratelů tuto společnost zasáhla. Jak bylo uvedeno, odběratelé z Itálie, Portugalska, Řecka a Španělska společnosti dluží nadále z období let 2008-2011 více jak 7 mil. eur. Jen díky tomu, že se společnost s příchodem dluhové krize do Evropy soustředila na další rychle rostoucí trhy zejména v Severní a Jižní Americe a Africe se jí podařilo vykrýt pokles poptávky po zdravotních lůžkách v Evropě. Proto dluhová krize v Evropě neměla zásadní vliv na hospodářské výsledky společnosti LINET.

Vzhledem k aktuálnímu vývoji, kdy jsou stále patrné projevy krize v jednotlivých státech GIPSI není jednoduché stanovit poučení ze současné dluhové krize. Řešení předchozích krizí ukazuje, že ze zpětného pohledu lze velmi dobře porozumět příčinám, které předcházely krizím a tedy i té současné.

Jednoduché a bezbolestné řešení současné dluhové krize v Evropě neexistuje. Evropa musí omezit svoji zadluženost, zvýšit konkurenceschopnost v zemích GIPSI. To jediné může mít za následek zvýšení zaměstnanosti. Jádrem současné krize však přetrvává i nadále a z tohoto pohledu je možno říci, že dluhové břemeno bylo jen přesunuto z jednotlivých institucí přes státy až do institucí, které disponují označením „posledního věřitele“. To vrátilo na finanční trhy důvěru. Otázkou je, jak dlouho tato důvěra vydrží. V tomto kontextu nemá současná dluhová krize v Evropě řešení a problémy přetrvávají. Prostá aplikace řešení, která byla využívána při překonávání předchozích krizí bez pochopení současného kontextu, může vést k prohloubení problémů. V současném provázaném světě je možno využít systémového přístupu k řešení krize a navrátit kapitalismu možnost nechat zbankrotovat křehké společnosti. Žít na dluh nesmí snímat z dlužníka odpovědnost za budoucí generaci. Veřejný dluh jsou de facto peníze vypůjčené od budoucí generace. Poučení ze současné krize je možno hodnotit až po jejím překonání. Zatím ale pokračuje stále zadlužování již tak předlužených států. Ty namísto drastického a dlouhodobého snížení výdajů, cen a mezd přijímají nadále raději půjčky a drží se své rozmařilosti.

Vývoj v kapitalistických zemích probíhá vždy za nevyhnutelného doprovodu hospodářských cyklů a s nimi pojícnými se krizemi. Patrné je však to, že současná krize evropské národy spíše vzájemně oddálila, než by napomáhala jejich semknutí. Státy jádra, které doplácely na nerozvážnou politiku zemí GIPSI, viní právě tyto země za současnou nestabilitu uvnitř eurozóny. Ta je nyní rozdělena na věřitele a dlužníky. Právě dlužníci zatím tahají za delší konec pomyslného lana. V zemích GIPSI se však na politické situaci projevuje únava z úsporných řešení. Schodky se sice podařilo snížit, ale z analýzy vyplývá, že zadlužování, byť pomalejším tempem stále narůstá. Fundamentální příčiny tak přetrvávají i nadále a nejsou uspokojivě vyřešeny.

Řešení krize již nelze hledat na úrovni jednotlivých států. Je to problematičtější v tom, že země EMU mají společnou monetární politiku, ale fiskální politika je v zemích eurozóny diametrálně odlišná. Paradoxem také je, že v Unii s jednou měnou existuje roztržštěný trh s dluhopisy jednotlivých zemí.

Na základě zhodnocení průběhu krize systémovým přístupem je autorem doporučeno zejména oddělení investičního a komerčního bankovníctví tak, aby nemuselo docházet

ke krytí ztrát finančních institucí z peněz daňových poplatníků v současné masivní míře jako doposud. Autor práce si však uvědomuje, že problematika dluhové krize je sama o sobě komplexní téma, kterým se zabývají odborníci z řad špičkových ekonomů. Přesto by se zlepšení jím navržená neměla příliš měnit, a to zejména s ohledem na vznik dalšího rizika, které sebou nezbytně každá taková změna nese. K překonání současné dluhové krize je dle diplomanta nutné vyřešit zejména skutečné příčiny, které vedly k vzniku současné dluhové krize. Těmi jsou ztráta konkurenceschopnosti zemí GIPSI a excesivní nárůst zadlužení. Krizi se podařilo v současné době ustát zejména díky přesunu dluhů a dalšímu zadlužování. Skutečné fundamentální příčiny však přetrvávají nadále a v tomto ohledu je těžké hledat konkrétní poučení z vývoje dluhové krize v EU.

Seznam použité literatury

Tištěné monografie:

- BAZSOVÁ, B. Systémové myšlení a řešení problémů reálného světa. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 9–17. ISBN 978-80-245-1614-1.
- DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 978-80-7400-075-1.
- FERGUSON, N. *Vzestup peněz: finanční dějiny světa*. 1. vyd. Praha: Argo, 2011. ISBN 978-80-257-0337-3.
- GLEICK, J. *Informace*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2013. ISBN 978-80-7363-415-5.
- GRAEBER, D. *Dluh. Prvních 5000 let*. 1. Vyd. Praha: Albatros Media, 2012. ISBN 978-80-265-0044-5.
- HAMERNÍKOVÁ, B. a MAAYTOVÁ, A. *Veřejné finance*. Wolters Kluwer, 2010. ISBN 978-80-7357-497-0.
- HELÍSEK, M. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-8-27.
- JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-2963-3.
- JÍLEK, M. *Mezinárodní finance*. Skripta, 1. vyd. ZFJU v Českých Budějovicích, 2001. ISBN 80-7040-508-2.
- KISLINGEROVÁ, E. *Podnik v časech krize: jak se nedostat do potíží a jak se dostat z potíží: zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3136-0.
- KOŠTURIÁK, J. a CHAL J. *Inovace - vaše konkurenční výhoda!* 1. vyd. Brno: Computer Press, 2008. ISBN 978-80-251-1929-7.
- KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 978-80-7021-984-3.

KRUGMAN, P. *Skoncovat s krizí*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2012. ISBN 978-80-7429-294-1.

PEKOVÁ, J. *Veřejné finance, úvod do problematiky*, 4.vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008. ISBN 80-86395-19-7.

REINHARTOVÁ, C. M. a ROGOFF, K. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2009. ISBN 978-0691152646.

ROUBINI, N. a MIHM S. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-4102-4.

SKLENÁK, V. *Data, informace, znalosti a Internet*. 1. Vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-409-0.

STŘELKA, J. Teorie komplexních systémů – nový rozměr ekonomie. *Systémové přístupy '09. Systémové myšlení v globálním prostředí*. 1. vyd. Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009, s. 164–170. ISBN 978-80-245-1614-1.

TAINTER, J. *Kolapsy složitých společností*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2009. ISBN 978-807-3632-489.

TALEB, N. *Černá labuť*. 1. Vyd. Praha: Paseka, 2011. ISBN 978-80-7432-128-3.

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. rozšířené a aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

ŽÁK, M. *Velká ekonomická encyklopedie*. 2. roz. vyd. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-7201-381-5.

Časopisy:

NÁDOBA, J. Nejvyšší čas. *Forbes*. Praha: Business Consulting & Media, 2013. roč. 3, č. 4, s. 36–47. ISSN 1805-059X.

NĚMEC, J. Bankovní unie – kdo zaplatí za krachy? *Ekonom*. Praha: Economica, 2013. roč. 58, č. 43, s. 38. ISSN 1210-0714.

Internetové zdroje:

ALCIDI, C. a GROS, D. The Spanish hangover. *VoxEU.org*. [online]. April 15, 2012. [cit. 2014-04-04]. Dostupný z: <http://www.voxeu.org/article/whats-wrong-spain>.

- ALI ABBAS, S. M., BELHOCINE, N. Lessons from a century of large public debt reductions and build-ups. *VoxEU.org*. [online]. [cit. 2011-04-05]. Dostupný z: <http://www.voxeu.org/article/century-public-debt-and-what-have-we-learned>.
- ARTHUR, B. Complexity and the Economy. [online]. *Science*. April 2, 1999. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.uvm.edu/~pdodds/files/papers/others/1999/arthur1999a.pdf>.
- Banque France*. How should we respond to asset price bubbles?. [online]. [cit. 2014-03-28]. Dostupný z: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/rsf_1008.pdf.
- BBC.com*. Huge investor demand for Greek five year bond. [online]. April 10, 2014 10:10 AM [cit. 2014-04-18]. Dostupný z: <http://www.bbc.com/news/business-26967027>.
- BRAT, I. 2014. *Spain Slips into Deflation; Figures Spark Worries that Deflation in Southern Europe could Pose Risk to Euro-Zone Recovery*. New York, N.Y.: , Mar 28, ProQuest Central.
- BusinessInfo.cz*. Rok 2013 byl pro export rekordní. [online]. leden , 2014. [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/rok-2013-byl-pro-export-rekordni-46302.html>.
- ECB*. Harmonised competitiveness indicators based on unit labour costs indices for the total economy. [online]. [cit. 2014-03-28]. Dostupný z: http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/hci/html/hci_ulct_R.en.html.
- ECB*. Open market operations. [online]. [cit. 2014-01-23]. Dostupný z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.
- ECB*. Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. [online]. July 26, 2012. [cit. 2013-01-18]. Dostupný z: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- Economist.com*. Argentina on the Danube? [online]. February 19, 2009. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.economist.com/node/13144925>.
- Economist.com*. Sink or swim. [online]. November 18, 2013. [cit. 2014-06-04]. Dostupný z: <http://www.economist.com/news/21589066-spain-tries-stay-afloat-and-one-piece-sink-or-swim>.

EFSF. European Financial Stability Facility: FAQ. [online]. [cit. 2014-03-17]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%2004032013.pdf>.

European Commission. Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. [online]. © European Union, November, 2013. [cit. 2014-03-25]. ISBN 978-92-79-31387-5. Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp163_en.pdf.

European Commission. Financial assistance to Greece. [online]. © European Union, 1995-2014 [cit. 2014-03-18]. Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility.

Eurostat. Euro area unemployment rate at 11.9%. [online]. April 1, 2014. [cit. 2014-01-18]. Dostupný z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042014-AP/EN/3-01042014-AP-EN.PDF.

Eurostat. Statistická data vyhledána dne 9. Dubna 2014. [online]. European Commission, ©2014. [cit. 2014-04-11]. Dostupný z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database.

FRANKEL, J. Why the ECB Should Buy American *Project-syndicate.org* [online]. March 13, 2014. [cit. 2014-04-23]. Dostupný z: <http://www.project-syndicate.org/commentary/jeffrey-frankel-urges-the-ecb-to-buy-us-treasuries-to-expand-the-monetary-base>.

FT.com. Italy faces restructured derivatives hit By Guy Dinmore in Rome. [online]. June 26, 2013 [cit. 2013-04-08]. Dostupný z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/440007a8-dd9a-11e2-a756-00144feab7de.html#axzz2ywbeB1xs>.

IBISWorld.com. Hospital Bed Manufacturing in the US: Market Research Report. [online]. February, 2013. [cit. 2014-04-27]. Dostupný z: <http://www.ibisworld.com/industry/hospital-bed-manufacturing.html>.

IMF. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. In: World Economic Outlook. Washington D. C., IMF, May 1998. s. 74–75. [online]. [cit. 2013-11-18]. Dostupný z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>.

IMF. Cyprus: Selected Issues Paper. [online]. Washington, D.C., ©International Monetary Fund, November 2011. [cit. 2014-04-15]. Dostupný z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11332.pdf>.

IMF. Spain: The Reform of Spanish Savings Banks Technical Notes. [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupný z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12141.pdf>.

JONÁŠ, O. Odmítání eura škodí ekonomice. *iHNed.cz* [online]. 11. listopadu, 2013. [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://dialog.ihned.cz/c1-61242860-ondrej-jonas-odmitani-eura-skodi-ekonomice>.

KEYNES, J. M. *The Great Slump of 1930*. Londýn, 1930. [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z: <http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html>

KITSANTONIS, N. 2010. *Greeks Strike for 2nd Time Against Steps to Cut Deficit*. Late Edition (East Coast) ed. New York, N.Y.: , Feb 25, ProQuest Central. ISBN 03624331.

KIRMAN, A. a HELBING, D. *Rethinking Economics Using Complexity Theory*. [online]. Iowa State University, 2013. [cit. 2014-04-20]. Dostupný z: <http://www2.econ.iastate.edu/tesfatsi/RethinkingEconomicsUsingComplexityTheory.DHelbingAKirman2013.pdf>.

LINET. Lůžka s váhou pro kvalitnější intenzivní péči. *Linet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-26]. Dostupný z: http://www.linet.com/fileadmin/user_upload/02_LINET_cz/Komfort/32013/13_11_komfort03_def_web.pdf.

LINET. Profil společnosti. *Linet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupný z: <http://www.linet.com/cz/o-nas/profil-spolecnosti>.

LINET. Vitalmonitor: pacienti pod ochranou. *Linet.com* [online]. LINET ©2013–2014 [cit. 2014-04-26]. Dostupný z: <http://www.linet.com/cz/o-nas/komfort-20114/vitalmonitor-pacienti-pod-ochranou-1>.

MANKIWI, G. *Recession or Depression?*. [online]. Greg Mankiw's Blog, 2008. [cit. 2013-11-18]. Dostupné z: <http://gregmankiw.blogspot.cz/2008/10/recession-or-depression.html>

Ministerstvo financí ČR. *Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986*. [online] 2007. [cit. 2014-03-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/metodiky/2007/hlavni-rozdily-mezi-esa-95-a-gfs-1986-9578>.

MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech: Výzkumná studie* [online]. 2004 [cit. 2013-11-17]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf.

OECD. *Economic Surveys SPAIN*. [online]. November, 2012. [cit. 2014-04-01]. Dostupný z: http://www.seap.minhap.gob.es/dms/es/areas/modernizacion-procedimientos/doc_referencia/ocde/OECD_Economic_Surveys__SPAIN_2012.pdf.

OECD. *Statistická data vyhledána dne 2. dubna 2014*. [online]. [cit. 2014-04-02]. Dostupný z: <http://stats.oecd.org/>

Patria Online. Nezaměstnanost v Řecku stoupla na rekordních 27,5 procenta. [online]. [cit. 2014-01-18]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2587077/nezamestnanost-v-recku-stoupla-na-rekordnich-275-procenta.html>.

Patria Online. Portugalsko chce letos z emisí dluhopisů získat až 13 miliard eur. [online]. [cit. 2013-01-18]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2540314/portugalsko-chce-letos-z-emisi-dluhopisu-ziskat-az-13-miliard-eur.html>.

Patria Online. Zhoršený rating Itálie od S&P tíží dluhopisy. Fitch odměnil Lotyšské lepší známkou za přijetí eura. [online]. [cit. 2014-04-09]. Dostupný z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2379637/zhorseny-rating-italie-od-s-p-tizi-dluhopisy-fitch-odmenil-lotyse-lepsi-znamkou-za-prijeti-eura.html>.

POSLANECKÁ SNĚMOVNA PARLAMENT ČESKÉ REPUBLIKY. *Smlouva o fungování Evropské Unie* [online]. Praha: Parlamentní institut, leden 2008. [cit. 2013-01-18]. Dostupný z: www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=20555.

Reuters.com Ireland's Fine Gael extends lead. [online]. [cit. 2014-03-26]. Dostupný z: <http://www.reuters.com/article/2011/02/23/us-ireland-politics-poll-idUSTRE71M28720110223>.

SEWARD, Z. This is how much a Bloomberg terminal costs. *qz.com*. [online]. May 15, 2013. [cit. 2014-05-03]. Dostupný z: <http://qz.com/84961/this-is-how-much-a-bloomberg-terminal-costs>.

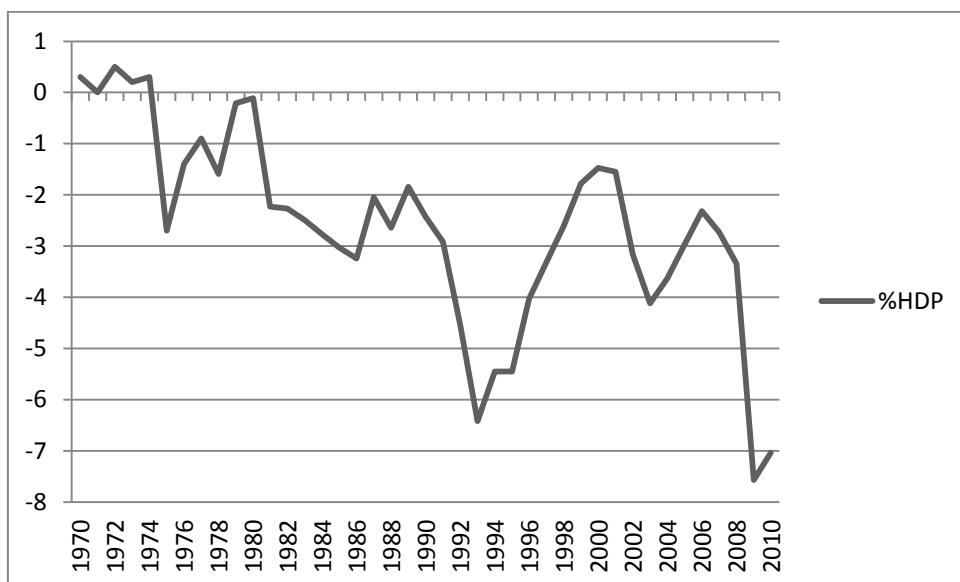
World Bank. Ease of doing business. [online]. The World Bank Group ©2014. [cit. 2014-04-13]. Dostupný z: <http://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.EASE.XQ>.

World Health Organization. Health, health systems and economic crisis in Europe Impact and policy implications. *Who.int*. [online]. ©World Health Organization, 2013. [cit. 2014-04-27]. Dostupný z: http://www.euro.who.int/__data/assets/pdf_file/0011/186932/Health-and-economic-crisis-in-Europe4.pdf.

Seznam příloh

Příloha 1	Veřejný dluh Francie k HDP (v %)	114
Příloha 2	Vývoj úrokových sazeb ECB	115
Příloha 3	Ekonomické ukazatele LINET spol. s r. o.	116
Příloha 4	Produkty společnosti LINET spol. s r. o.	117

Příloha 1 Veřejný dluh Francie k HDP (v %)



Obrázek: Veřejný dluh Francie k HDP (v %)

Zdroj: Vlastní úprava na základě dat OECD

Příloha 2 Vývoj úrokových sazeb ECB

Tabulka: Vývoj základní úrokové sazby ECB

Vývoj základní úrokové sazby ECB	
Datum	Sazba (v %)
6.12. 2005	2,25
8.3. 2006	2,5
15.6. 2006	2,75
9.8. 2006	3
11.10. 2006	3,25
13.12. 2006	3,5
14.3. 2007	3,75
13.6. 2007	4
9.7. 2008	4,25
8.10. 2008	3,75
12.11. 2008	3,25
4.12. 2008	2,5
21.1. 2009	2
11.3. 2009	1,5
8.4. 2009	1,25
13.5. 2009	1
13.4. 2011	1,25
13.7. 2011	1,5
9.11. 2011	1,25
14.12. 2011	1
11.7. 2012	0,75
11.5. 2013	0,5
13.11. 2013	0,25

Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z ECB

Příloha 3 Ekonomické ukazatele LINET spol. s r. o. (částky jsou v tis. Kč)

Tabulka: Ekonomické ukazatele LINET spol. s r. o.

Finanční rok	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Tržby	1 119 384	1 560 745	1 655 630	1 779 715	1 682 195	1 858 666	1 673 622	1 957 549
Přidaná hodnota	403 140	602 978	573 143	660 990	679 787	672 712	594 573	751 949
EBITDA	312 730	476 350	459 916	106 936	698 278	474 162	405 740	477 908
Čistý zisk	210 439	324 321	326 577	40 598	504 846	330 436	264 685	318 782
Počet zaměstnanců (průměr)	334	371	496	538	528	559	537	537
% výnosů ze zahraničních trhů	NA	86%	80,50%	78%	81%	83%	81%	87%
Úroková sazba CZK/EUR	28,6	28	25,3	27,4	25,4	24,5	24,7	25,7

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti LINET a dat ČNB

Poznámky: Finanční rok 1.4.-31.3.

Zahraniční trhy nezahrnují Slovensko

Úroková sazba dle ČNB (31. 3.)

Příloha 4 Produkty společnosti LINET spol. s r. o.



Obrázek: Lůžko Multicare pro JIP a ARO

Zdroj: LINET