

# EVROPSKÁ KRIZE: ŠPATNÁ A JEŠTĚ HORŠÍ ŘEŠENÍ

6. 12. 2011

VILÉM SEMERÁK, JAN ŠVEJNAR

*Přežití eurozóny je obroženo kvůli nedodržování vlastních pravidel a kvůli chybám, které byly v jejím designu od samého začátku. Přesto má reformovaná eurozóna stále ještě šanci na přežití, mimo jiné i proto, že většina alternativ má při současné míře vzájemné závislosti slabá místa a především obtížně odhadnutelné dopady. Skutečná stabilizace eurozóny však vyžaduje plán, který bude obsahovat nejen jasné informace o vypořádání se s dluhy a o použitelných zdrojích likvidity, ale i dlouhodobou strategii řešící nedostatky současné EMU.*

Eurozóna a spolu s ní celá EU prochází v posledních měsících hlubokou a mimořádně složitou krizí, kterou je možné chápat nejenom jako vyvrcholení problémů s nejasným institucionálním nastavením evropské měnové integrace, ale i jako důsledek problémů fiskálních politik řady vyspělých ekonomik. Jedná se o krizi, která hrozí nejenom ekonomickými problémy, ale prakticky poprvé v historii se objevuje reálná hrozba přerušení trendu ke stále hlubší integraci. V tomto krátkém textu se pokoušíme o stručný rozbor současné situace a možných skutečných a zdánlivých řešení.

## **Tři základní roviny současné krize, jejich příčiny a důsledky**

Současná krize se netýká jen vysokých veřejných dluhů méně zodpovědných členů EMU, ostatně ne všechny státy ze skupiny PI(I)GS ostatně mají veřejných dluh nadprůměrně vysoký (viz graf č.1 v příloze). Lze vysledovat přinejmenším tři vzájemně propojené roviny tohoto problému, přičemž právě jejich propojení a souvislosti činí současné problémy obtížně zvládnutelnými.

**První rovinou** je vysoká náročnost veřejných rozpočtů vybraných zemí EMU na aktuální financování (půjčky k financování běžných deficitů) a refinancování jejich stávajících vysokých veřejných dluhů (viz grafy č. 2 a 3 v příloze). Jedná se z části o chronický problém, protože tyto země nebyly schopné výrazně změnit způsob hospodaření a redukovat svůj dluh ani v relativně příznivém makroekonomickém prostředí před rokem 2008<sup>1</sup> a zčásti cyklický problém související s hloubkou recese, do které tyto země upadly po začátku finanční krize (Irsko). Zadlužené ekonomiky poptávají velké objemy prostředků v situaci, kdy dynamika jejich zadlužení začala vyvolávat pochybnost trhu a ratingových společností o schopnostech dlužníků zadluženost v blízké budoucnosti stabilizovat a následně opět redukovat. Jen samotných 5 zemí PI(I)GS tak potřebuje v horizontu do jednoho roku „rolovat“ dluh o velikosti 566 miliard euro a navíc si vypůjčit další prostředky na financování současných deficitů. Trhy jsou si v této souvislosti velmi dobře

<sup>1</sup> Zde jde především o případ Řecka, které nebylo schopné výrazněji reformovat svůj trh práce ani zvýšit efektivitu výběru daní.

vědomé hlubokých strukturálních problémů, které např. Řecku brání zvýšit exportní výkonnost a konkurenceschopnost ekonomiky a ještě spíše pak z takto vygenerovaných zdrojů efektivně vybrat daně na úhradu dluhové služby. Výsledkem je zhoršující se rating, který nejenom zvyšuje náklady na financování dluhu do absurdních výšek (viz graf č. 4 v příloze), ale který dokonce výrazně omezuje schopnost některých typů investorů vůbec do takových obligací investovat.<sup>2</sup>

**Druhou rovinou** je institucionální nekompletnost a nevyjasněnost eurozóny. Členské země EU/EMU zůstávají v řadě oblastí suverénními státy, které pokládaly oficiálně schválená pravidla obezřetného fiskálního hospodaření (Pakt stability a růstu) spíše za doporučení než za závazná pravidla, čemuž výrazně napomohlo markantní nedodržování těchto pravidel ze strany hlavních hráčů EU (Francie a Německo) a neochota toto porušování trestat (viz tabulka č. 1 v příloze). Podobně nejasné jsou pravidla týkající se zodpovědnosti fiskálního hospodaření ostatních členů<sup>3</sup> a zejména pravidla týkající se odchodu z EMU. Oficiální možnost opustit EMU sice neexistuje,<sup>4</sup> avšak současně je také jasné, že neexistuje reálná síla, která by mohla odchodu např. Řecku z EMU zabránit, pokud se k tomu legitimní řecká vláda rozhodne. Je to právě tato nevyjasněnost, která způsobuje, že dluhy členských zemí mají na stabilitu měnové unie podstatně horší dopad než dlužnické problémy zadlužených oblastí USA.<sup>5</sup> Paradoxem evropské měnové integrace je fakt, že tyto skutečnosti jsou dlouhodobě známé a do určité míry byly i záměrem – euro mělo být faktorem, který by v budoucnu právě kvůli nutnosti řešit tento typ problémů stimuloval členské země k dalšímu prohlubování integrace až k vytvoření skutečně ekonomické unie či dokonce federace.

**Třetí rovinou** jsou dopady souběhu dluhových problémů a institucionálních deficitů na důvěru na finančních trzích a rating finančních institucí (bank), a to nejen v dané ekonomice. Pokud se vláda členské země rozhodne, že má větší šanci vyřešit své ekonomické problémy mimo eurozónu díky možnosti znehodnotit svou měnu proti zbývajícím zemím EMU, pak je zřejmé, že tím bude ovlivněn i finanční sektor. Pokud je schopnost klientů splácet citlivá na měnový kurz<sup>6</sup> či pokud banky vlastní aktiva, která mohou být v takové situaci znehodnocena, čelí i taková banka logicky nedůvěře finančních trhů a začnou vysychat zdroje, ze kterých je schopna čerpat likviditu, kterou potřebuje ke svému fungování. Tato nedůvěra se v současné době finančními trhy šíří hned na několika úrovních: neochota investovat do dluhopisů problémových zemí, obavy z dalšího půjčování firmám a domácnostem, stejně jako neochota poskytovat likviditu bankám příliš exponovaným vůči problémovým oblastem. Vzhledem ke značné provázanosti evropských finančních trhů hrozí tento problém eskalovat až do celkového credit crunchu v celé Evropě.<sup>7</sup>

## Udržitelnost a důvěryhodnost pokusů o záchranu

Nedá se říci, že by se EU současnou krizí nezabývala před tím, než se plně rozvinula do aktuálních rozměrů. Trvalo však poměrně dlouho, než si EU i jednotlivé členské státy uvědomily, o jak velký

---

<sup>2</sup> Příkladem je opět Řecko, jehož současný rating znamená, že řada institucionálních investorů (např. penzijní fondy) již ani nesmí řecké dluhopisy nakupovat.

<sup>3</sup> Oficiálně platí zákaz přelévání zodpovědnosti za dluhy jiných zemí (články 123 a 125 Lisabonské smlouvy), avšak z chování trhů před rokem 2008 je zřejmé, že nějakou formu nepřímé záruky očekávaly.

<sup>4</sup> Tuto otázku rozebírala dokonce i ECB již v minulosti – viz např. Athanassiou (2009). Podle této analýzy není z právního hlediska možné opustit EMU bez současného odchodu z EU. Vyloučení státu z EU/EMU je pak hodnoceno jako „legally next to impossible“.

<sup>5</sup> Viz např. Jefferson country v Alabamě, které nedávno vyhlásilo bankrot (požádalo o ochranu před věřiteli).

<sup>6</sup> Výrazné znehodnocení případné „nové drachmy“ by zřejmě vedlo k neschopnosti řady řeckých podniků a domácností splácet dluhy, které nahromadily v období nízkých úrokových sazeb po vstupu do EMU.

<sup>7</sup> Dokladem legitimacy těchto úvah je postupný pokles ratingu evropských bank – a to i bank ze zemí, které zatím byly přímo zasaženy málo (Francie) či vůbec (Česká republika).

problém vlastně jde a že se nejedná jen o veřejné finance zemí PI(I)GS.<sup>8</sup> Např. ještě v únoru 2010 MMF odhadoval, že obnovení důvěry v řeckou ekonomiku by si vyžádalo cca 35 miliard dolarů. Jakkoliv se z dnešního pohledu tato částka může zdát velmi přijatelná, zdála se tehdy z pohledu EU zbytečně vysoká a obtížně akceptovatelná.<sup>9</sup> Prvotní pokusy o intervenci byly tudíž velmi vlažné a neefektivní, v důsledku čehož EU vyplývala značné množství času a prostředků bez výraznějšího úspěchu. V zásadě je možné charakterizovat první pokusy řešit krizi třemi výrazy: nepřesvědčivé, pomalé, neuvědomující si plný rozsah problému (zejména rovinu související s důvěrou na finančních trzích).

Pozdější pokusy, zejména pak velký záchranný balík o objemu 750 miliard euro z 9. května 2010 (440 miliard v rámci EFSF<sup>10</sup>, 60 miliard EFSM, 250 miliard ve formě půjček MMF), byly již lépe koncipované, avšak čas ztracený na počátku, značná vnitřní dynamika krize a chybějící dlouhodobá strategie omezily jejich stabilizační účinky. V současné době tak již nemusí stačit ani tento záchranný balík, a to i přes to, že byl dále posílen na celý 1 bilión eur.<sup>11</sup>

Pokusy o řešení jsou komplikované i z důvodu existence zpětných vazeb a vysoké míry vzájemné závislosti evropských ekonomik. Nastíháme si alespoň ty nejzákladnější vazby s přímými důsledky pro pokusy o stabilizaci eurozóny:

- 1. Provázanost fiskální politiky a hospodářského cyklu na národní úrovni.** Jakkoliv je dlouhodobě optimálním a jediným možným východiskem zvýšení stabilních příjmů státních rozpočtů<sup>12</sup> a pokles výdajů, v krátkém období taková politika vede k prohloubení hospodářského poklesu a tím i k vyšší cyklické složce deficitu. Příkladem může být Řecko, které sice pro rok 2011 snížilo strukturální deficit na 2.3% HDP, skutečný běžný deficit však stále dosahuje 7.5%.
- 2. Nekoordinovanost úsporných opatření na úrovni EU.** Předchozí efekt je dále umocněn provázaností evropských ekonomik. Současné přijímání úsporných opatření napříč celou Evropou mělo a má obtížně predikovatelné dopady na makroekonomický vývoj, státy pokoušející se o stabilizaci veřejných financí byly postiženy jak reálným poklesem domácí poptávky, tak stagující poptávkou ze strany jejich hlavních obchodních partnerů.
- 3. Dopady zhoršující se dluhové situace, klesajícího ratingu a rostoucí nejistoty na výnosy vládních obligací.** Již 6 členských zemí EMU čelí úrokovým sazbám přes 5%, v případě Řecka se pak úroky přibližují 30%.
- 4. Neúprosná dluhová aritmetika** – vývoj podílu veřejného dluhu na HDP je dán jednoduchými principy: pokud neroste země alespoň takovým tempem, které by odpovídalo reálné úrokové míře, pak se její podíl veřejného dluhu k HDP zhoršuje i při vyrovnaném primárním rozpočtu.<sup>13</sup> Čím vyšší je rozdíl mezi tempem reálného růstu a úrokovou sazbou, tím vyšší musí být primární přebytek, aby bylo možné udržet podíl dluhu alespoň stabilní.<sup>14</sup> Pro Řecko toto znamená, že by

<sup>8</sup> Na počátku roku 2010 to byl hlavně MMF a také USA, které varovaly evropské představitele před eskalací krize a možnými dopady na finanční trhy. Velmi podrobně se této fázi věnuje např. (Lynn, 2010).

<sup>9</sup> Více viz. např. (Lynn, 2010), str. 154

<sup>10</sup> EFSF = European Financial Stability Facility, EFSM = European Financial Stabilisation Mechanism. Mimo jiných rozdílů se tyto instrumenty liší i tím, kdo zodpovídá za jejich financování. V případě EFSF jsou to země EMU, v případě EFSM je rozpočet EU, tedy implicitně všechny členské země EU, ať již jsou v Eurozóně či nikoliv.

<sup>11</sup> K rozšíření došlo v říjnu 2011, jde o navýšení kupní oněch původních 440 miliard prostřednictvím finanční páky (leveraging).

<sup>12</sup> Privatizace a jednorázové typy příjmů přinesou dočasnou úlevu, ale ne trvalé řešení. Je zřejmé, že např. Řecko se neobejde bez důkladné daňové reformy a podstatného zkvalitnění systému vymáhání daní.

<sup>13</sup> Rozpočet bez zahrnutí plateb úroků na státní dluh.

<sup>14</sup> Tento vztah popisuje následující rovnice, která odvozuje budoucí poměr dluhu k HDP ( $dt+1$ ) z minulého dluhového zatížení, reálné úrokové sazby ( $t$ ), reálného tempa růstu ekonomiky ( $g$ ) a primárního deficitu rozpočtu:

$$d_{t+1} = \frac{1+r_{t+1}}{1+g_{t+1}} \cdot d_t - pb_{t+1}$$

při současném odhadu změny HDP v letech 2011 (-6.1%) a 2012 (-3.0%)<sup>15</sup> a při hrubém vládním konsolidovaném dluhu na úrovni 144.9%<sup>16</sup> muselo ke stabilizaci úrovně zadlužení dosáhnout primárního přebytku na úrovni přes 17% HDP (při 5% reálné úrokové míře), či dokonce 25% HDP (při reálné úrokové míře 10%).

<b>Poměr dluhu k HDP v %</b>	5% reálná úroková sazba	10% reálná úroková sazba	15% reálná úroková sazba	20% reálná úroková sazba
2010	144.9			
2011	159	167	175	183
2012	169	186	204	222

Zdroj: vlastní výpočty založené na odhadech OECD (primární přebytky a růst HDP).

Takových přebytků není schopná řecká ekonomika dosáhnout. I když Řecko díky úsporám v letech 2011 a 2012 podle OECD dosáhne primárního přebytku, nedostatečná dynamika ekonomiky a zejména vysoké úroky by jej bez restrukturalizace neuvěřitelným tempem stahovaly stále hlouběji.

- Dynamika počtu přispívajících a zachraňovaných.** Tou hlavní komplikací při pokusech řešit současnou krizi je však skutečnost, že zbývající země lze sice označit za *méně problémové*, nikoliv však za *bezproblémové*. Země, které mají financovat záchranné plány, si na ně či na závazky vyplývající z případného budoucího uplatňování vydaných garancí samy musí půjčovat, což zvyšuje jejich zadluženost a také cenu dluhu. Výsledkem je bludný kruh, v rámci kterého postupně ubývá ekonomik schopných poskytnout další financování a přibývá těch, které si již nejsou schopné za rozumných podmínek půjčit, a tudíž finanční pomoc ostatních vyžadují. Viz graf č. 4 (např. situace Belgie).

### Co se musí stát, aby se EMU z této pasti vymanila?

Je nutno striktně rozlišovat krátkodobou stabilizaci a dlouhodobé řešení všech problémů stojících v pozadí krize. V zásadě se nabízí pět možných obecných principů, které je záhodno kombinovat a které mohou pomoci překonat akutní fázi krize bez rozpadu eurozóny:

- Pokračování v pomoci zemím, které nejsou schopné financovat svůj dluh za rozumných podmínek samy. Ačkoliv je možné namítat proti tomuto postupu problém budoucího morálního hazardu, krátkodobě není jiná možnost jak zabránit, aby jinak zatím v zásadě solventní ekonomiky (např. Itálie) neuvázly v dluhové pasti jen kvůli aktuální situaci a očekáváním na trhu.
- Restrukturalizovat či zčásti odepsat dluh zemí, které jej nyní nejsou schopny stabilizovat či alespoň jeho růst zpomalit (Řecko). Zde je však nutná obezřetnost, aby nedošlo k poškození finančního sektoru, který neprozřetelně do těchto instrumentů investoval. Jakkoliv je možno namítat, že by se jednalo o trest za tržní selhání a krok proti příštímu riziku morálního hazardu, krátkodobě by zatížení finančního sektoru hrozilo eskalací problémů s dostupností likvidity.
- Snažit se rozložit zátěž spojenou se záchrannými programy na více zemí EU než jen silnější členy eurozóny. Ačkoliv se to opět může zdát nespravedlivé, již k tomu reálně dochází (viz bilaterální půjčky Irsku či struktura financování EFSM). Navíc hluboká recese v zemích EMU by měla na nečlenské země dopady, jejichž náklady mohou být i vyšší než pomoc, kterou by poskytly. Stabilizace eurozóny má v podstatě na nečlenské země dopady, které mají charakter pozitivní externality. Bylo by však vhodné, aby taková pomoc byla současně doprovázena reálným zlepšením pozice těchto zemí v evropské politice.

<sup>15</sup> Odhady OECD (listopad 2011).

<sup>16</sup> Eurostat, hodnota pro rok 2010

4. Extenzí předchozího bodu je pak zapojením zemí mimo EU i mimo Evropu. Zde je vhodné zejména dále zapojit MMF či např. nabídnout společně vydané obligace („eurobonds“). I když aktuálně přislíbená účast MMF bez výrazného navýšení prostředků Fondu již zřejmě není možné rozšiřovat, je jeho zapojení určitou formou garance, která může výrazně prospět pozitivnímu přijetí záchraných plánů na trzích. Zázračná řešení však v této oblasti neexistují – nabídka obligací je vzhledem k velkému zadlužení vyspělého světa značná a další silní aktéři světové ekonomiky (zejména Čína) mají své vlastní preference, které se nemusí shodovat s preferencemi EU.
5. Jako nouzové řešení se nabízí i ECB, která by aktivněji poskytovala likviditu evropským bankám a současně fungovala jako svého druhu „lender of last resort“ i pro vlády prostřednictvím nákupů obligací nejzadluženějších zemí. Jedná se o problematickou oblast, která může kolidovat s nezávislým statutem ECB a opět také s rizikem morálního hazardu. Reálně se však tato strategie může stát jediným krátkodobě a operativně dostupným řešením okamžitých problémů s likviditou.

Pokud jde o dlouhodobou stabilizaci, spočívá v řešení hlubších příčin, které souvisejí s institucionální strukturou EMU a se strukturálními problémy slabších zemí. I když se jedná o problémy, jejichž řešení bude velmi dlouhodobé (a bude např. vyžadovat i úpravy základní legislativy EU), je nutné nastínit jejich řešení již v současné době, aby finanční trhy byly schopné zhodnotit udržitelnost budoucího vývoje. Bez poskytnutí dlouhodobé perspektivy mohou být náklady vynaložené na krátkodobou stabilizaci zbytečné.

V oblasti dlouhodobých změn jde o vyřešení třech základních typů problémů:

1. Neefektivní sociální model s velmi nepružnými trhy práce typický pro středomořské členy EU, který vedl k divergentnímu vývoji konkurenceschopnosti v porovnání s Německem a dalšími úspěšnějšími členy EMU. Na potenciální důsledky nereformování tohoto modelu (pomalý růst a strukturální změny) upozorňovali ekonomové dlouhodobě.<sup>17</sup> Je velmi obtížné představit si, že by tyto země byly schopné dosáhnout zdravého ekonomického růstu bez této podstatné změny, současně však tato změna naráží na postoj obyvatelstva, které se zejména v případě Řecka nezdá být ochotné přijmout tuto interpretaci příčin dluhové krize.
2. Vyjasnit pravidla fungování EMU a dokončit fiskální struktury posilující stabilitu eura. Revidovat vstupní kritéria, tak aby odrážela zkušenosti s aktuální krizí a také zavést nová a závazná pravidla nahrazující nefunkční Pakt stability a růstu. Nutná bude i určitá forma koordinace fiskálních politik či dozoru nad fiskálními politikami. I zde platí, že je nutno nabídnout jasnou a věrohodnou perspektivu finančním trhům i občanům EU okamžitě, i když reálně budou přijímání těchto změn a jejich implementace trvat roky. Velkým problémem je ale neshoda evropských zemí o tom, jak by tato fiskální integrace měla vypadat: zda má jít o institucionalizaci přeshraničních transferových toků (varianta, která by vyhovovala zemím, které nyní potřebují pomoci), či dozor zabráňující nezodpovědnému hospodaření (varianta preferovaná německou vládou). Rizikem je, že se některé země budou snažit do těchto pravidel zavést daňovou harmonizaci, která by omezila šanci nových členských zemí nabízet podnikatelské prostředí s nižším daňovým zatížením.
3. Vyřešit, jak zabránit vzniku budoucích nových bublin v méně sladěných zemích eurozóny, kterým se dostává nevyhovující měnové politiky. Tento problém zřejmě bude nejméně urgentní, protože finanční trhy budou po své aktuální zkušenosti mít tendenci ke zvýšené opatrnosti. Dlouhodobě se však jedná o důležitý úkol pro ECB, zejména z pohledu případných budoucích nových členů unie.

---

<sup>17</sup> Velmi známá je kritika v (Sapir, 2006).

I přes složitost současné situace má EMU stále šanci na stabilizaci a přežití bez výrazných dodatečných ekonomických nákladů. Aby to však bylo možné, je nutné předložit koherentní strategii kombinující dlouhodobé reformy a okamžitou stabilizaci.

### **Jaké možnosti dalšího vývoje eurozóny připadají v úvahu?**

Podají-li se najít přijatelné řešení pro dlouhodobé období, členské státy a ECB se shodnou na přístupu ke krátkodobé stabilizaci, EMU přežije v současné podobě a dokonce by se stala opět atraktivní i pro další nové členy. Z hlediska dopadů pro firmy a obyvatelstvo i z hlediska budoucnosti Evropy se zřejmě stále jedná o nejméně problematický výsledek.

Pokud se však ECB, vlády členských zemí a Evropská komise na koherentním přístupu neshodnou, výsledkem může být dlouhodobá agónie, kdy se budou střídát více a méně akutní fáze nedůvěry v eurozónu. Tuto agónii by pak dříve nebo později ukončil rozpad eurozóny podle jednoho z následujících scénářů:

1. **Odchod či vypuzení nejslabší země (Řecko), která by přešla na vlastní měnu.** Tato varianta se zdá být na první pohled nejlogičtější, má však několik skrytých problémů. Jednak by to byla právě ta nejslabší země, která by nesla největší náklady na přizpůsobení. Dalším problémem, že země, která je zmítána politickou nestabilitou by musela být schopna efektivně implementovat poměrně náročný program měnové odluky. Třetím problémem je pak dopad na situaci dalších slabých členských zemí EMU. Reálný scénář tohoto typu by zřejmě zahrnoval finanční a organizační pomoc silnějších zemí jak Řecku, tak Portugalsku, Španělsku a Itálii, tak aby byly minimalizován efekt nákazy. Současně by bylo nutno dále posílit pomoc finančnímu sektoru ostatních zemí, aby se vyrovnal s očekávaným nárůstem objemu nesplácených úvěrů původně poskytnutých řeckým subjektům. Ve výsledku může tato varianta přijít poměrně draho.
2. **Odchod nejsilnější země (Německo) či více stabilních a silných zemí.** Svoji logiku má i odchod nejsilnější země z EMU. Je konzistentní z pohledu motivace (neochota nadále financovat záchranu slabších zemí šířící se německým veřejným míněním, sentimentální po staré měně) i dostupnosti kapacit pro efektivní uskutečnění odluky. Slabší země by profitovaly ze znehodnocení eura vůči nové německé měně. Problémem tohoto řešení je, že do určité míry řeší problém Německa a problém nesouladu mezi německou a řeckou produktivitou, nikoliv však problém nesouladu ve zbytku EMU. Nicméně i pro Německo by tato možnost byla složitější než si velká část německé veřejnosti představuje - náklady na pomoc slabším zemím byly nahrazeny náklady na sanaci německého průmyslu a především finančního sektoru postiženého následným zhodnocením nové měny. Je otázkou, zda by takto oslabená eurozóna měla ekonomickou logiku a motivaci k další existenci.
3. **Odchod více slabších zemí současně, ty by vytvořily vlastní „slabší euro“.** Tato varianta se vyhýbá stigmatizaci jedné konkrétní země a teoreticky by mohla při správném výběru zemí mírně omezit náklady na následnou nákazu ve formě dopadu znehodnocení na kvalitu úvěrů. Jedná se ale spíše o výhody teoretické, v praxi je z pohledu tradiční literatury analyzující náklady a přínosy společné měny obtížné najít důvody, proč by země PI(D)GS měly mít vlastní měnovou unii. I přes podobnost současných problémů asi jen těžko tvoří optimální měnovou oblast (OCA). Obtížně by také přesvědčovali investory i vlastní obyvatelstvo o budoucí stabilitě nové měny, která by zřejmě započala svou nezávislou existenci hlubokou devalvaci. Tato unie by proto byla nestabilní a toto řešení by proto zkolabovalo do scénáře 4. Tato varianta také klade poměrně značné nároky na organizaci měnové odluky, kdy se více zemí (opět oslabených ekonomicky i politicky) musí shodnout na poměrně náročných procedurálních otázkách.
4. **Odchod více slabších zemí současně, jejich návrat k vlastním národním měnám.** Jedná se o zajímavou variantu, která řeší slabiny scénáře 3 i některé problémy scénáře 1. Nevýhodou této

varianty je ještě vyšší nárůst nejistoty a nestability související s vývojem kurzů budoucích měn a dopad těchto kurzů zejména na kvalitu úvěrového portfolia evropských bank v případě dramatických následných deprecací/devalvací.

5. **Úplný rozpad eurozóny.** Kolaps s následnou strategií „každý sám za sebe“ může být i výsledkem selhání či špatného provedení některého z předchozích scénářů.<sup>18</sup> Znamená největší nárůst nejistoty a největší zátěž pro bankovní systém kvůli vzájemné provázanosti. Zřejmě by hrozil také návrat k ekonomickému nacionalismu a otázkou zůstává, jak by byla schopny nadále fungovat EU.

Kromě těchto základních scénářů je možné najít i exotičtější doporučení. Z nich je zajímavý návrh, který se vrací k původně britskému konceptu eura jako paralelní měny, která by koexistovala s národními měnami (v každé zemi by tak byly dvě oficiální měny). Tento návrh měl svoji logiku jako strategie měnové integrace, v případě dezintegrace by však měl spíše destabilizační účinky kvůli obavám z nestability nově zaváděných národních měn.

Bohužel není jednoduché nasimulovat jednotlivé scénáře a porovnat tak jejich ekonomické dopady na reálnou hospodářskou aktivitu a zaměstnanost. Důvodem je především značné množství nejasných parametrů a množství vzájemných vazeb, které je nutno modelovat. Alternativou k pokusům o modelování jsou průzkumy názorů mezi odborníky na finanční trhy (včetně metod delphi), případně kombinace jednodušších modelů s výsledky průzkumů. Jednoduché není ani srovnání s měnovými odlukami v historii. Např. hladké provedení česko-slovenské měnové odluky neposkytuje dobré srovnání kvůli podstatně nižší míře vyspělosti finančních systémů obou zemí a jejich tehdy nižší provázanosti s ostatními ekonomikami.

První výsledky, kterým se dostalo zřejmě největší publicity, byly odhady UBS, které vedly k poměrně extrémním predikcím poklesu HDP slabších zemí o 40-50% v prvním roce po odchodu těchto zemí z eurozóny. Novější, detailnější a zřejmě i podstatně realističtější odhady ING<sup>19</sup> analyzují dva základní scénáře: odchod Řecka (s následnou hlubokou deprecací „nové drachmy“) a celkový rozpad eurozóny s následným nižším, ale přesto citelným poklesem hodnot ostatních měn vůči německé měně. Výsledky jsou dosti dramatické zejména v případě celkového rozpadu EMU: výrazné snížení HDP (kumulativní pokles za první dva roky v rozsahu 7- 13% pro všechny ekonomiky včetně Německa, výrazných škod by nebyla ušetřena ani Velká Británie), nárůst nezaměstnanosti, propad cen aktiv, prudký nárůst nejistoty ve finančním sektoru. Celkové ztráty HDP eurozóny za první dva roky by oproti alternativě (stagnace ekonomik) přesáhly bilión euro. Při započtení nečlenských zemí či změny srovnávacího základu na bytí i jen malý růst dosažený v případě úspěšné stabilizace pak tyto náklady dále šplhají vzhůru. Hluboký propad spjatý s rozpadem eurozóny by měl i výrazné fiskální dopady – propad příjmů rozpočtů, nárůst výdajů a možné další zhoršení ratingu s následkem nárůstu veřejného dluhu. Zajímavá může být i interakce mezi kurzem, inflací a hodnotou veřejného dluhu. Zatímco slabší země s oslabenou měnou by zřejmě měly tendence k inflaci, která by mohla ujídat z relativní velikosti jejich veřejného dluhu, země, které by zažily výraznou revaluaci, by vzhledem k tendencím k deflaci mohly mít opačný problém. I podle analýzy ING by tak např. Německu hrozil v případě úplného rozpadu EMU zřetelný nárůst veřejného dluhu. Volba tak nestojí mezi utrácením peněz za záchranu chudších zemí a jejich uspořádáním, ale spíše jde o volbu mezi dvěma obdobně fiskálně náročnými scénáři. V případě odchodu samotného Řecka jsou dopady méně výrazné (nejhlubší propad by utrpělo Řecko, cca 4% HDP). Ostatní země by utrpěly výrazně méně a

---

<sup>18</sup> Svým způsobem jde o krizovou verzi konce všech předchozích scénářů, která nastane, pokud se země v novém „menším“ euro nedokáže vypořádat s provedením odluky a získáním dostatečné důvěry investorů.

<sup>19</sup> Nejaktuálnější varianta byla publikována v ING Global Economics, December 1st, 2011.

zvláště některé by se byly schopné vrátit rychle k růstu, což může tento scénář činit atraktivnější<sup>20</sup>, otázkou zůstávají následné náklady na boj s nákazou v dalších oslabených zemích.

### **Místo závěru**

V současné době není jisté, zda eurozóna přežije či se rozpadne. Náklady a problematické (nejen ekonomické) dopady alternativ k pokračování současné eurozóny (snad s výjimkou dobrovolného a organizovaného odchodu Řecka) jsou však takového rázu, že se zatím snaha o udržení současné eurozóny zdá být lepší strategií. Aby tomu tak skutečně bylo, musí se evropské vlády co nejdříve shodnout na reformách budoucí eurozóny a společně s ECB musí představit důvěryhodnou strategii stabilizace. Z ekonomického pohledu tato varianta možná je, její stabilita ale závisí na politických faktorech.

Máme-li spekulovat o tom, které řešení bude to pravé (ne nutně teoreticky nejlepší, ale přijatelné a technicky zvládnutelné), jedna možnost se nabízí. Shrňme si fakta: skutečné řešení vyžaduje přijetí pravidel o fiskální koordinaci či ještě spíše unii. Jedná se o požadavek podporovaný Německem, méně atraktivní již je pro země, které by byly hlavním cílem tohoto fiskálního dozoru. Tyto slabší země ale nyní nutně potřebují likviditu, a to nejen pro vládní finance. Dostupných zdrojů již mnoho není, jednou z možností může být zatím dosti opatrná ECB, v rámci které jsou to právě zastánci konzervativní měnové politiky (nejen z Německa), kterým se toto řešení nelíbí. Prakticky všechny země mají přitom důvod obávat se nejistoty po rozpadu EMU. Jednou z možností se tak stává kompromis ve formě výměny volnější měnové politiky za fiskální pravidla. Její přijetí by však vyvolalo i řadu otázek k budoucímu statutu ECB a stabilitě evropské měny a znamenalo by obtížně stravitelný kompromis pro obě strany. Velkým problémem je i to, že část kompromisu (dodání likvidity) je splatná okamžitě, část s odstupem, což stabilitě řešení nepříspěvá. Současná fáze evropské měnové integrace se tak stává nejtvrdějším testem skutečné soudržnosti a společných hodnot, jaký kdy EU zažila.

---

<sup>20</sup> Ale i tak by HDP eurozóny byl za tyto dva roky kumulativně o téměř 100 mld. euro nižší.

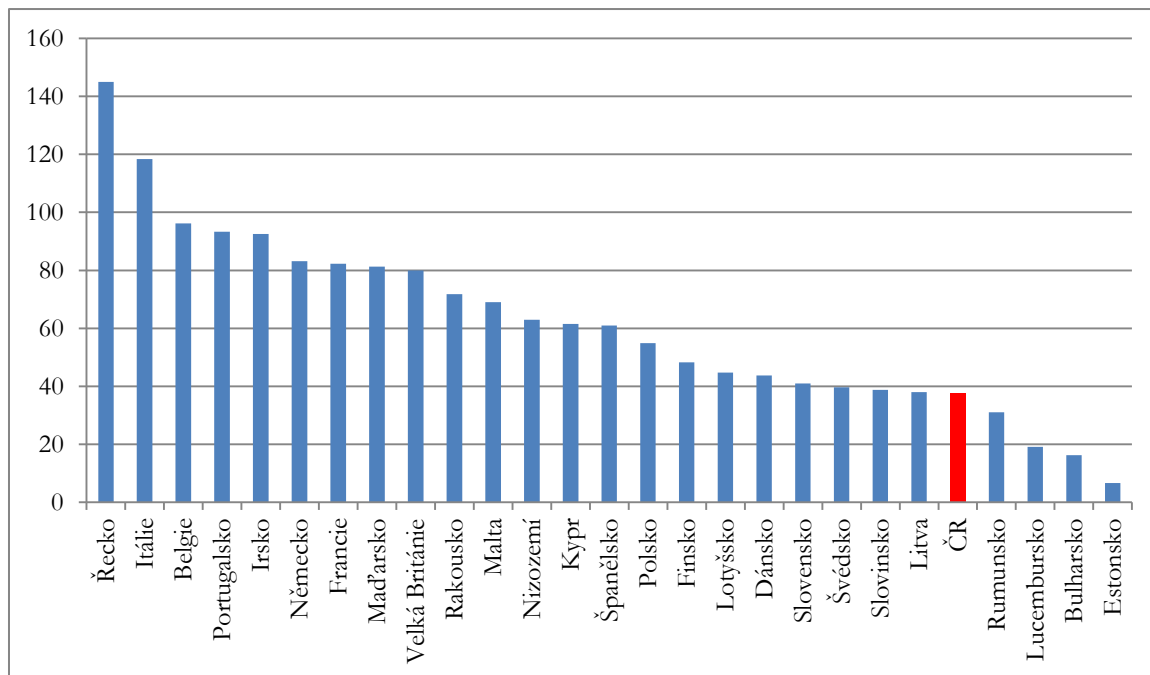


## **Použitá literatura a zdroje dat**

- Athanasios, P. Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU, Some Reflections. ECB Legal Working Paper Series, No. 10, December 2009
- Eurostat, statistiky HDP a veřejných dluhů
- ING Global Economics, December 1st, 2011
- La Caixa, Monthly Report, No. 10, 2010
- Lynn, Matthew: Greece, the Euro and the Sovereign Debt Crisis. John Wiley & Sons, 2010
- Nelson, L.N., Belkin, Paul, Mix, Derek E.: Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications. CRS Report for Congress. Washington, August 2011
- OECD Economic Outlook 90, November 2011
- OECD Economic Outlook 89, June 2011
- Sapir, André: Globalization and the Reform of European Social Models. Journal of Common Market Studies, Vol 44, No. 2, pp. 369-90
- UBS Investment Research: Euro break-up – the consequences. September 2011

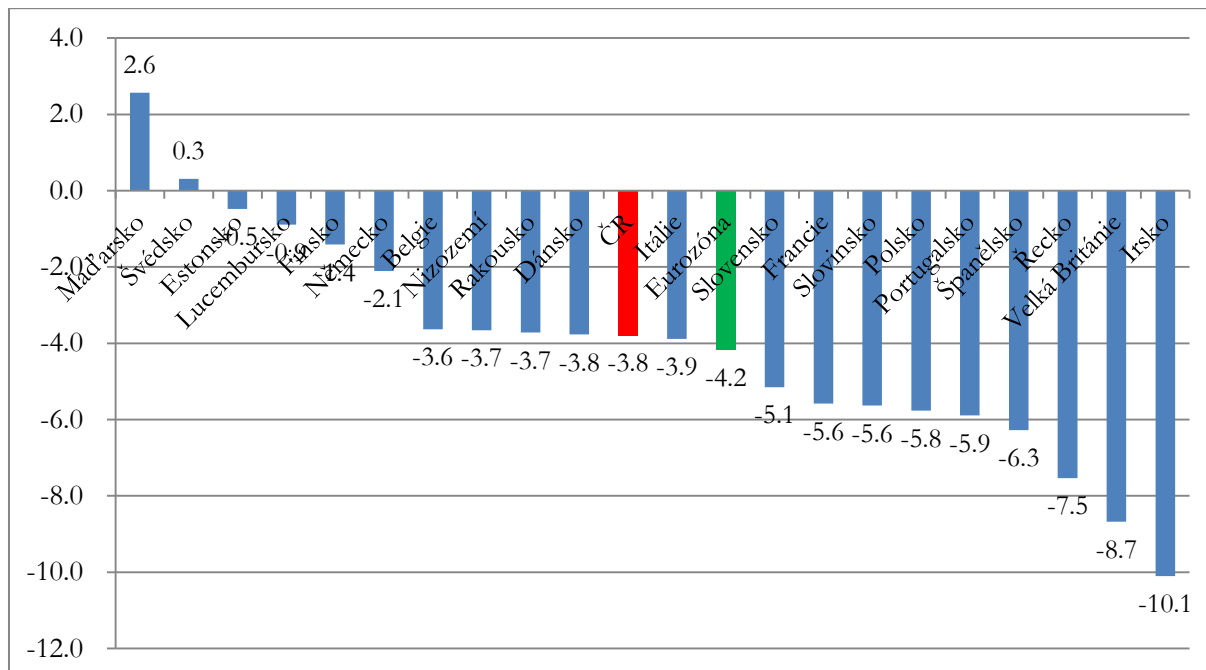
## Tabulková a grafická příloha

Graf č. 1 – Hrubý vládní dluh zemí EU, stav ke konci roku 2010. V % HDP.



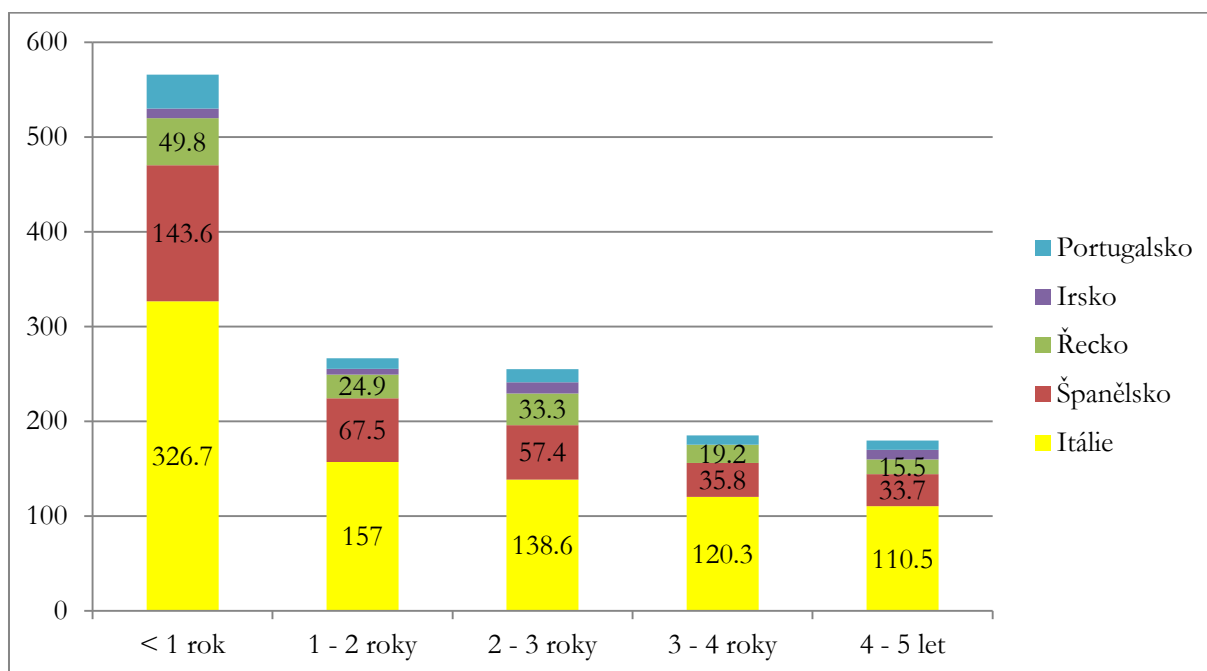
Zdroj: Eurostat

Graf č. 2 – Aktuální nesoulad mezi příjmy a výdaji vládních financí. V % HDP



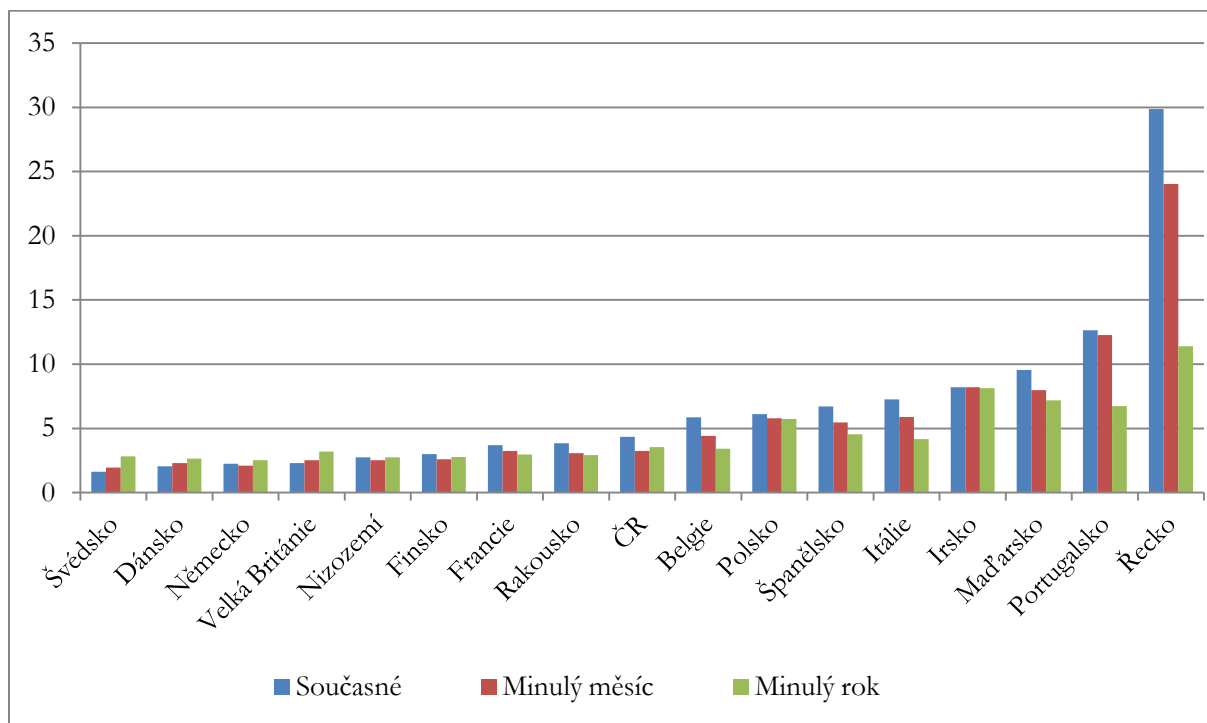
Zdroj: OECD Economic Outlook 89, June 2011

Graf č. 3 – Objemy vládních obligací zemí PI(I)GS splatných v nejbližších pěti letech, mld. euro



Zdroj: Reuters, listopad 2011

Graf č. 4 – Vývoj výnosů vládních dluhopisů vybraných členských zemí EU/EMU



Zdroj: tradingeconomics.com

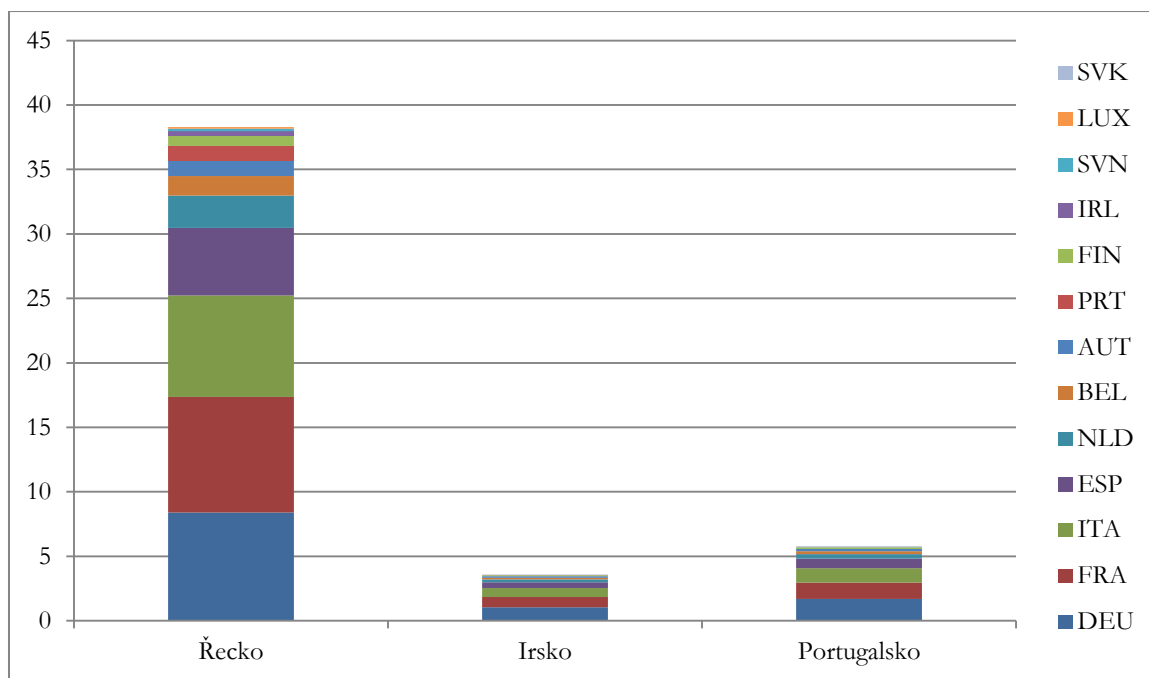
**Tabulka č. 1 – Porušování pravidel Paktu stability a růstu**

Země	Průměrný deficit 2000-2007 (% HDP)	Počet let s deficitem nad 3% limitem	Průměrný veřejný dluh 2000-2007 (% HDP)	Počet let s veřejným dluhem nad 3% limitem
Německo	-2.2	4	63.6	6
Rakousko	-1.5	1	64.5	7
Belgie	-0.3	0	96.9	8
Španělsko	0.3	0	47.6	0
Finsko	4.1	0	41.6	0
Francie	-2.7	3	61.8	5
Řecko	-5	8	99.8	8
Nizozemí	-0.6	1	50.5	0
Irsko	1.5	0	30.5	0
Itálie	-2.9	5	106	8
Lucembursko	2.3	0	6.3	0
Portugalsko	-3.6	4	58.3	3

Zdroj: La Caixa, Monthly Report, 2010 a Eurostat

**Graf č. 5 - Oficiální půjčky vládám Řecka, Irska a Portugalska, mld. eur**

Údaje zahrnují bilaterální půjčky spadající pod Greek Loan Facility, dále půjčky ESFS, půjčky EFSM a MMF. Nejsou zahrnuty další bilaterální půjčky Irsku (poskytnuté Dánskem, Švédskem, Velkou Británií) ve výši 0.5 mld. euro.



Zdroj: OECD Economic Outlook 90, November 2011

---

© Vilém Semerák, PhD, Jan Švejnar PhD

Vydal a vytiskl Národohospodářský ústav AVČR, v.v.i., Politických vězňů 7, 11121 Praha 1.

Elektronická verze této publikace je k dispozici na  
[http://idea.cerge-ei.cz/documents/kratka\\_studie\\_2011\\_08.pdf](http://idea.cerge-ei.cz/documents/kratka_studie_2011_08.pdf)

Upozornění: Tato studie reprezentuje pouze názory autorů a nikoli oficiální stanoviska Národohospodářského ústavu AVČR, v.v.i., či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK v Praze (CERGE).