

EUROPOLICY POLICY PAPERS



NEDOKONČENÁ EUROZÓNA

KRÍZA MENOVEJ ÚNIE A AKO JEJ ČELIŤ

Ivan Lesay • Michal Polák • Róbert Auxt

Euro Policy

**FRIEDRICH
EBERT
STIFTUNG**

EurActiv
sk

Ivan Lesay, Michal Polák a Róbert Auxt pracujú ako poradcovia na Ministerstve financií SR.

Autori sa chcú za cenné komentáre poďakovať Joachimovi Beckerovi, Romanovi Dojčákovi, Martinovi Filkovi, Radovanovi Geistovi, Eduardovi Hagarovi, Tomášovi Hellebrandtovi, Gabrielovi Machlicovi, Martinovi Myantovi, Petrovi Palušovi, Milanovi Vaňkovi, Branislavovi Žúdeľovi a dvom anonymným recenzentom. Pripomienky komentátorov neznamenujú súhlas s konečnou podobou textu. Za všetky prípadné chyby a nedostatky nesú zodpovednosť autori sami.

Autori by chceli tiež poďakovať vedeniu MF SR – konkrétne ministrovi Petrovi Kažimírovi a štátnemu tajomníkovi Vazilovi Hudákovi – za vytvorenie priaznivého prostredia pre prácu na predkladanej analýze. Publikácia však vyjadruje vlastné názory autorov a nepredstavuje oficiálne stanoviská ich zamestnávateľa.

ISSN 1339-5513

Copyright © 2013 o.z. EuroPolicy

Publikáciu vydalo v elektronickej forme o.z. EuroPolicy v spolupráci s portálom EurActiv.sk a s finančnou podporou Kancelárie Friedrich Ebert Stiftung, zastúpenie v SR.

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek reprodukovanie alebo kopírovanie tohto diela je možné len so súhlasom autorov. Publikácia odráža stav problematiky k 25. novembru 2013.

NEDOKONČENÁ EUROZÓNA KRÍZA MENOVEJ ÚNIE A AKO JEJ ČELIŤ

Ivan Lesay • Michal Polák • Róbert Auxt

Euro Policy

**FRIEDRICH
EBERT**
STIFTUNG

EurActiv
.sk

SLOVO VYDAVATEĽA

Hoci to môže vyznieť ako klišé, predložená štúdia je dôležitým príspevkom k diskusii o súčasnej kríze v menovej únii – jej príčinách, prejavoch, i alternatívach riešenia. V prvom rade vďaka svojej komplexnosti. Hoci v európskych diskusiách zaznievajú viaceré z jej argumentov už dlhší čas, tento text ich dáva do vzájomných súvislostí a cez argumentáciu opretú o overiteľné dáta dospieva k politickým odporúčaniam. Práve tie sú druhým dôležitým prínosom štúdie. Autori sa neobmedzili iba na analýzu príčin a vývoja krízy, teda na konštatovanie problému. Záverečná kapitola obsahuje návrhy politických krokov, ktoré spochybňujú prevládajúcu dogmu, že „iná Európa nie je možná“. Samozrejme, mnohé z týchto odporúčaní nám môžu pripadať ako v dnešnej situácii politicky nerealizovateľné. Autori však upozorňujú, že tak, ako je treba vnímať komplexne príčiny krízy, ani k riešeniam nemožno pristupovať čiastkovo.

Posledné pozitívum, na ktoré chcem poukázať, súvisí s kontextom, v ktorom text vznikol. Počas doterajšieho vývoja krízy v menovej únii udávala takt prevažne nemecká vláda. Pri presadzovaní tvrdších fiškálnych pravidiel, prísnej kondicionality „pomoci“, či tvrdších trestov pre rozpočtových hriechnikov ju však podporovalo napríklad aj Slovensko. A hoci SR sa stavia za prehĺbovanie integrácie, nepatríme medzi hlasných obhajcov eurodohopisov či fiškálnych transferov. Z reálpolitického hľadiska to môže byť pochopiteľná taktika. V širšej perspektíve však politický kurz, ktorý dnes v Európe dominuje, nerieši príčiny krízy, nevedie k stabilizácii eurozóny, a tým zvyšuje hrozbu jej rozpadu. Je preto dobre, že v prostredí ministerstva financií, kde autori pôsobia, existuje priestor pre diskusiu a alternatívne názory. Koniec koncov, otvorenosť a ochota konfrontovať rôzne predstavy sú znakmi zdravého politického sebedovetia.

Radovan Geist

Euractiv.sk

PREDSLOV

Svetová hospodárska kríza a následná kríza eurozóny mali zničujúci dopad na životy mnohých ľudí nielen na Slovensku. Je prirodzené v týchto nešťastných udalostiach hľadať zmysel a morálne poučenie do budúcnosti. Zdravý sedliacky rozum hovorí, že žiť nad svoje možnosti, teda na dlh, je cestou do pekla. Nie je preto vôbec prekvapujúce, že podľa ľudovej interpretácie krízy eurozóny, ktorú neustále počuť z úst politikov na národnej i európskej úrovni, tkvie príčina krízy v nadmernej spotrebe vlád niektorých členských štátov. Riešením má byť preto čo najrýchlejšia konsolidácia verejných financií.

Táto štúdia prezentuje presvedčivé a dôkladne podložené spochybnenie tohto populárneho názoru, stavajúc na poznatkoch mnohých popredných ekonómov. Dokladá, že problémy eurozóny nie sú trestom za „hriech obžerstva“, ale výsledkom zásadných chýb a nedostatkov v dizajne inštitúcií a politik našej spoločnej meny. Varuje tiež, že ak sa bremeno nápravy sústreďí výhradne na pleciach údajných hriechnych krajín, môže to vyústiť až k rozpadu eurozóny a ďalším nepríjemným makroekonomickým výkyvom, ktoré by určite zasiahli aj Slovensko.

Dobrou správou je, že inštitucionálne riešenia sú známe. Niektoré z nich sa aj postupne implementujú, ďalšie sú načrtnuté na konci štúdie. Komplexná reforma si však vyžaduje zmenu v chápaní problému zo strany kompetentných. Táto štúdia je kvalitným prínosom k tomuto úsiliu konečne postaviť našu spoločnú menu na pevný základ.

Tomáš Hellebrandt

Peterson Institute for International Economics
Washington, DC

OBSAH

RÝCHLE ZHRNUTIE	8
ÚVOD	9
1. „DLHOVÁ KRÍZA“ EUROZÓNY?	9
2. NULTÁ FÁZA: VZNIK EUROZÓNY A MAKROEKONOMICKÝCH NEROVNOVÁH	17
2.1 KAPITÁLOVÉ TOKY AKO NÁSTROJ KONVERGENCIE	18
2.2 ÚLOHA ECB	18
2.3 MZDOVÝ VÝVOJ A MZDOVÁ POLITIKA V EUROZÓNE	20
2.4 PROBLEMATICKÉ MNOŽSTVO A ALOKÁCIA KAPITÁLU	22
3. PRVÁ FÁZA: OD NEROVNOVÁH KU KRÍZE SOLVENTNOSTI	25
3.1 EXOGÉNNA RECESIA	25
3.2 NÁRAST DLHU AKO DÔSLEDOK PÔSOBENIA AUTOMATICKÝCH STABILIZÁTOROV	27
3.3 NÁKAZA „NOVEJ“ EUROZÓNY	28
4. DRUHÁ FÁZA: OD SÚKROMNÉHO KAPITÁLU K VEREJNÉMU	30
4.1 ECB, EUROSYSTÉM A NÁSTROJE NA POSKYTOVANIE LIKVIDITY	31
4.2 TARGET2	31
4.3 O ČOM VYPOVEDAJÚ RASTÚCE NEROVNOVÁHY V TARGET2?	33
5. TRETIA FÁZA: OD RECESIE EXOGÉNNEJ K RECESII POLITICKEJ	35
5.1 INTERNÁ DEVALVÁCIA, ČI VONKAJŠIA REVALVÁCIA?	37
5.2 ÚLOHA FINANČNÝCH TRHOV	38
5.3 ŠTÁTNY BANKROT A ROZPAD MENOVEJ ÚNIE AKO PRETRVÁVAJÚCE HROZBY	39
6. PROBLÉMY A ODPORÚČANIA	40
6.1 UDRŽATEĽNOSŤ EXISTUJÚCEHO VEREJNÉHO DLHU	41
6.2 MANDÁT ECB, MENOVÁ POLITIKA A PASCA LIKVIDITY	41
6.3 NESTABILITA BANKOVÉHO SEKTORA	42
6.4 HOSPODÁRSKA STAGNÁCIA	43
6.5 MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY	44
6.6 NEDOSTATOK TLMIACICH MECHANIZMOV	45
6.7 NEKONTROLOVANÉ A ZLE ALOKOVANÉ TOKY KAPITÁLU	45
6.8 ERÓZIA ROZPOČTOVEJ BÁZY	46
ZHRNUTIE	46
POUŽITÁ LITERATÚRA	47

RÝCHLE ZHRNUTIE

- Diagnostika krízy v eurozóne aj recept na jej prekonanie vychádzajú z chybných predpokladov. Prvoradým problémom dokázateľne nebola a nie je rozpočtová nedisciplinovanosť jednotlivých štátov. Jadrom problému boli mohutné prílevy kapitálu z centra na perifériu eurozóny, ku ktorým prispel vznik menovej únie.
- Prvým faktorom vzniku krízy bol rozdielny stupeň vyspelosti ekonomík jadra a periférie, keďže po zániku rizika zmeny kurzu a poklese transakčných nákladov kapitál prirodzene začal prúdiť z vyspelých krajín s nízkymi výnosmi z investovania do rozvíjajúcich sa krajín, kde boli výnosy vyššie.
- K tomuto pohybu ďalej prispela aj spoločná menová politika pre ekonomiky nielen na rôznych stupňoch vývoja, ale aj v rôznych fázach hospodárskeho cyklu. Jednotná politika ECB bola reštriktívna pre jadro a expanzívna pre perifériu eurozóny, čím viedla k ďalšej destabilizácii menovej únie.
- Druhým destabilizujúcim faktorom bola nesprávna alokácia pritečeného kapitálu, ktorý namiesto produktívnych aktivít smeroval do spravidla nevýrobných sektorov ekonomík, čo sa v praxi prejavilo nafúknutím realitných bublín v mnohých periférnych krajinách.
- V dôsledku týchto faktorov zaznamenali krajiny periférie pretrvávajúce deficity bežného účtu platobnej bilancie.
- Ďalším dôsledkom prítoku kapitálu bolo, že spolu s hospodárskym rastom sa v týchto krajinách posilnil aj rast miezd a cien.
- S nástupom finančnej krízy a následnej recesie prišlo od roku 2008 k jednoznačnému a náhlemu zvratu v tomto trende – začal sa masívny odliv kapitálu.
- Odtok kapitálu nekorešpondoval s prispôbením čistého exportu, čo vyvolalo v postihnutých krajinách bankovú krízu – banky boli nútené sprostredkovať platby za importy, hoci zahraničný kapitál, ktorý im to pôvodne umožňoval, už nebol k dispozícii.
- Záchrana bánk dostala do rozpočtových problémov následne aj samotné štáty. Odtečený súkromný kapitál bol postupne nahradzovaný verejným – teda najprv z verejných financií samotných štátov, potom pôžičkami z programov záchran Trojky, ktoré však neriešia základný problém nesolventnosti. Osobitný problém predstavuje presun rizík z bilancií súkromných finančných inštitúcií na bilancie verejných inštitúcií.
- Súčasnú situáciu možno charakterizovať ako vnútornú krízu platobnej bilancie v rámci eurozóny. Bremeno prispôbenia v podobe vnútornej devalvácie sa kladie výhradne na krajiny periférie, hoci krajiny jadra sú za existujúci stav spoluzodpovedné. Uvoľnená politika ECB nie je vzhľadom na pascu likvidity, v ktorej sa veľká časť eurozóny nachádza, dostatočnou podmienkou zotavenia periférie – no je podmienkou nutnou, pretože bez takéhoto uvoľnenia nemôžu začať mzdy v jadre rásť primeraným tempom, a prispieť tak k makroekonomickému vyrovnávaniu v eurozóne.
- Kríza solventnosti v eurozóne je celkovo dôsledkom dvoch problémov, ktoré sa v praxi prekrývajú a prelínajú, ale nie sú totožné: jednak nevybudovaného inštitucionálneho rámca pre menovú úniu a jednak globálnej hospodárskej krízy s dlhodobými koreňmi.
- Dôležitým indikátorom makroekonomickej situácie je nárast nerovnováh v platobnom systéme TARGET2. Zahraničné financovanie periférie sa vo významnej miere uskutočňuje zo zdrojov centrálnych bánk, vrátane nadmerného využívania núdzových nástrojov na poskytovanie likvidity.
- Akútnu krízu treba riešiť v troch oblastiach. Problémy s prehnanými nákladmi refinancovania dlhu možno vyriešiť zavedením spoločných európskych dlhopisov (do výšky 60 % národného HDP) resp. cenných papierov s kratšou splatnosťou. Bankový sektor treba očistiť od zlých aktív a tam, kde je to nevyhnutné, treba banky podmienene rekapitalizovať z verejných zdrojov. A do tretice, treba naliehavo riešiť problém nedostatočných investícií do reálnych a produktívnych aktív.
- Zo strednodobého a dlhodobého hľadiska je potrebné adresovať hlbšie príčiny krízy a zabrániť tomu, aby sa zopakovali. Kľúčová bude regulácia finančného sektora. Mimoriadne dôležité bude adresovať makroekonomické nerovnováhy na úrovni deficitných i prebytkových krajín a v neposlednom rade vyrovnávať príjmové nerovnosti vo všetkých krajinách eurozóny i medzi nimi.

ÚVOD

Kríza v európskej menovej únii aj napriek relatívnemu pokoju trhov v zime roka 2013 stále nekončí. Vďaka miernemu hospodárskemu oživeniu v druhom štvrtroku 2013 síce zavládol v eurozóne určitý optimizmus, veľká väčšina problémov v skutočnosti pod povrchom pretrváva. Grécko zaznamenáva šiesty rok po sebe hospodársky prepad a už niekoľkokrát bola na stole možnosť jeho odchodu z eurozóny. Situácia na Cypre bola v istej fáze tiež mimoriadne kritická. Zle je na tom aj Slovinsko, ktoré trpí bremenom zlyhaných úverov svojich bánk – podobne ako predtým Írsko a Španielsko. V problémoch sú aj ďalšie krajiny a súhrnne možno skonštatovať, že vyhliadky na obnovu hospodárskeho rastu a zamestnanosti sú naprieč Európou pochmúrne.

V značnej časti politických kruhov – hoci v odborných už čoraz menej – stále prevláda presvedčenie, že hlavnou príčinou krízy v eurozóne bol nezodpovedný prístup k verejným financiám v podaní niekoľkých štátov. Na tejto diagnóze sa zakladá logika opatrení zameraných na prekonanie krízy – všetkým krajinám sa odporúča, aby v prvom rade znižovali rozdiel medzi verejnými príjmami a výdavkami a znižovali úroveň verejného dlhu. V extrémnom prípade sa v kuloároch spomína alternatíva, že rozpočtovo nezodpovedné štáty by nemali byť súčasťou eurozóny.

Podľa nášho názoru je mylná jednak diagnóza príčin krízy, jednak z nej vyplývajúci recept, ako krízu prekonať. Našou tézou je, že súčasná kríza v eurozóne je systémová a vyplýva zo samotného nastavenia menovej únie a finančného systému. Z hľadiska analýzy krízy je osožnejšie zamerať sa nie primárne na rozpočtovú disciplínu, ale na bankový sektor a na makroekonomické nerovnováhy v rámci eurozóny – skôr než v národných štatistikách rozpočtových deficitov a dlhov možno nájsť jej odraz v štatistike platobnej bilancie. Z takejto analýzy môžu vyplynúť aj odporúčania ako krízu efektívne prekonať. Naliehavosť odkazu tohto dokumentu podčiarkuje naše presvedčenie, že odchod ktorejkoľvek krajiny z eurozóny by mohol znamenať koniec menovej únie a tiež zásadnú zmenu súčasného charakteru EÚ.

1. „DLHOVÁ KRÍZA“ EUROZÓNY?

Ak vezmeme vážne hypotézu, na ktorej sú postavené súčasné programy záchrany, ale aj postupujúca užšia integrácia eurozóny ba Európskej únie ako celku, potom by hlavnou príčinou tzv. dlhovej krízy musela byť rozpočtová nezodpovednosť jednotlivých štátov.

Hospodárenie s verejnými financiami by sa dalo hodnotiť priamo na základe štatistík rozpočtových deficitov. Pohľad na saldo verejnej správy (očistené o vplyv hospodárskeho cyklu a náklady financovania dlhu) by bol teda jedným zo spôsobov, ako túto hypotézu overiť. Z tohto prístupu, ako si možno overiť na údajoch Eurostatu, by však vyplynuli približne rovnaké závery, ako pri skúmaní ešte výrečnejšieho ukazovateľa – samotného verejného dlhu. Ak totiž boli jednotlivé štáty eurozóny v rokoch pred krízou skutočne také rozpočtovo nezodpovedné, vyplývalo by z toho, že by v dôsledku nutnosti financovať deficity svojich rozpočtov museli hromadiť čoraz väčšie dlhy. Ako sa táto hypotéza javí vo svetle dostupných dát Eurostatu?

Na verejný dlh ako indikátor rozpočtovej (ne)zodpovednosti sa pozeráme v prvom rade preto, že kríza sa rámcuje ako „dlhová“.

a) Verejný dlh v krajinách eurozóny sa do roku 2007 pohyboval po udržateľnej dráhe

Pozrime sa najskôr na údaje o verejnom dlhu krajín neskoršej eurozóny z vyše desaťročného obdobia (1995-2007) pred začiatkom hospodárskej recesie. Veľmi rýchlo si možno všimnúť, že ak by neboli krajiny v grafoch označené menom, až na jedinú výnimku by vôbec nebolo možné predpovedať, ktoré z nich sa v budúcnosti stanú klientmi záchranných programov – a ktoré budú naopak prezentované za vzor.

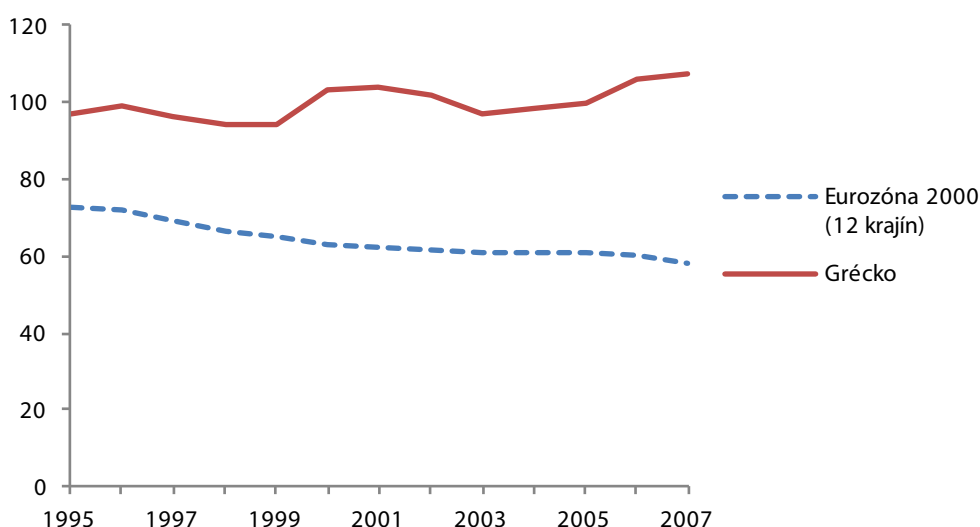
V eurozóne totiž nielenže klesal *priemerný* dlh – aby sa v roku 2007 dostal pod 60-percentnú hranicu vytýčenú Paktom stability a rastu – ale i v prípade jednotlivých krajín buď kolísal okolo stabilnej úrovne, alebo sa dokonca znižoval.

Celkovo možno krajiny pôvodnej dvanásťčlennej eurozóny rozdeliť na základe vývoja úrovne dlhu do niekoľkých skupín:

- i. veľmi vysoká a stúpajúca
- ii. veľmi vysoká a klesajúca
- iii. mierne vysoká a približne stabilná
- iv. stredne vysoká a klesajúca
- v. veľmi nízka a stabilná

i) V prvej skupine sa nachádza jediná krajina, ktorou je Grécko:

Graf 1: Vývoj hrubého verejného dlhu Grécka v r. 1995-2007



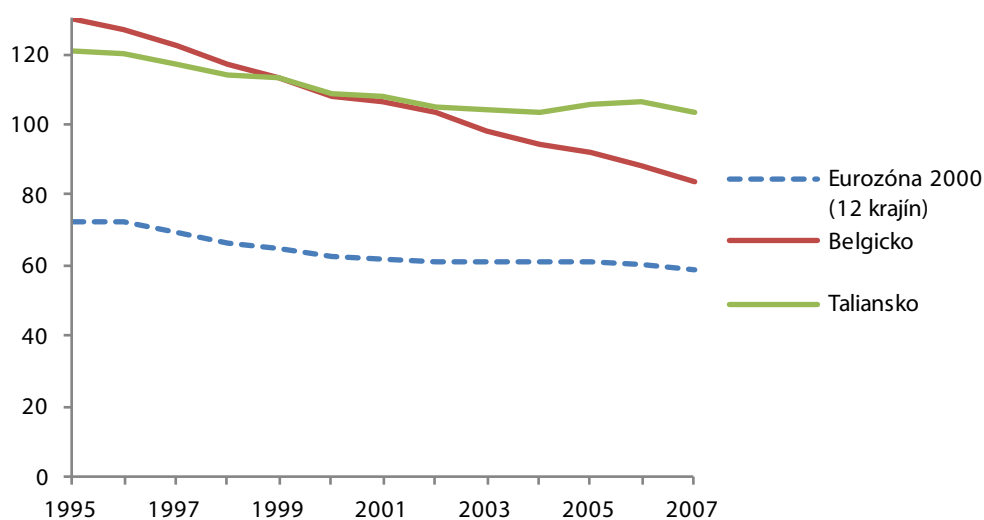
Prameň: Eurostat

Meno tejto krajiny sa často používa ako akési zaklínadlo – má predstavovať typický príklad rozpočtovej nezodpovednosti európskych štátov. V skutočnosti však Grécko nebolo typickým európskym štátom, ale dá sa naopak považovať za výraznú výnimku – takzvaný „odľahlý bod“ (*outlier*). Skutočne, Grécko bolo v európskom priestore absolútnym unikátom, keďže jeho dlh, ktorý v roku 1995 dosahoval 97 % HDP, do roku 2007 ešte narástol až na 107,4 %. Žiadna iná krajina EÚ, či už v eurozóne alebo mimo nej, podobný vývoj nezaznamenala. Všimnime si, že rozdiel medzi gréckou úrovňou dlhu a dlhom druhej najzadlženejšej krajiny v záchrannom programe, teda Portugalska, bol v roku 2007 celých 39 percentuálnych bodov.

Ak je teda Grécko príkladom rozhadzovačnosti a rozpočtovej nezodpovednosti (vrátane manipulácií so štatistikami), potom je príkladom pre EÚ veľmi netypickým. To neznamená, že je nedôležité a že sa ním netreba zaoberať. Naznačuje to však, že problémy Grécka sú samostatnou kapitolou, ktorá o kríze solventnosti iných krajín nevytvára takmer nič.

ii) Členmi druhej skupiny štátov boli Belgicko a Taliansko, ktoré oba začínali z úrovne vyše 100 % HDP, no ktoré zároveň oba svoj dlh do roku 2007 výrazne znížili – Belgicko o vyše 30 p.b., Taliansko o cca 20 p.b.:

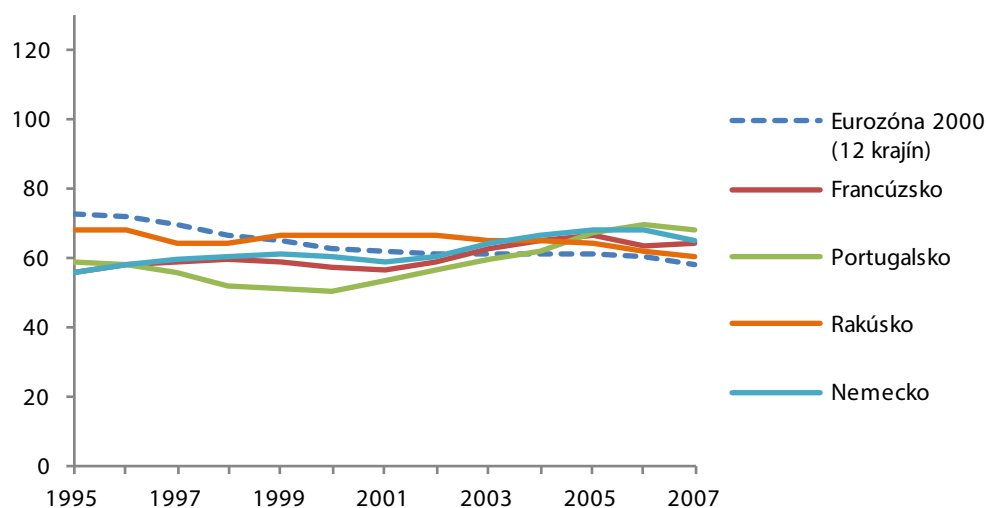
Graf 2: Vývoj hrubého verejného dlhu Belgicka a Talianska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

iii) V tretej, strednej skupine nájdeme Francúzsko, Portugalsko, Rakúsko – a Nemecko, ktorého dlh bol v roku 2007 iba o 3,2 % nižší, ako dlh neskoršej zachraňovanej krajiny, teda Portugalska (65,2 % vs 68,4 %):

Graf 3: Vývoj hrubého verejného dlhu Francúzska, Nemecka, Portugalska a Rakúska v r. 1995-2007

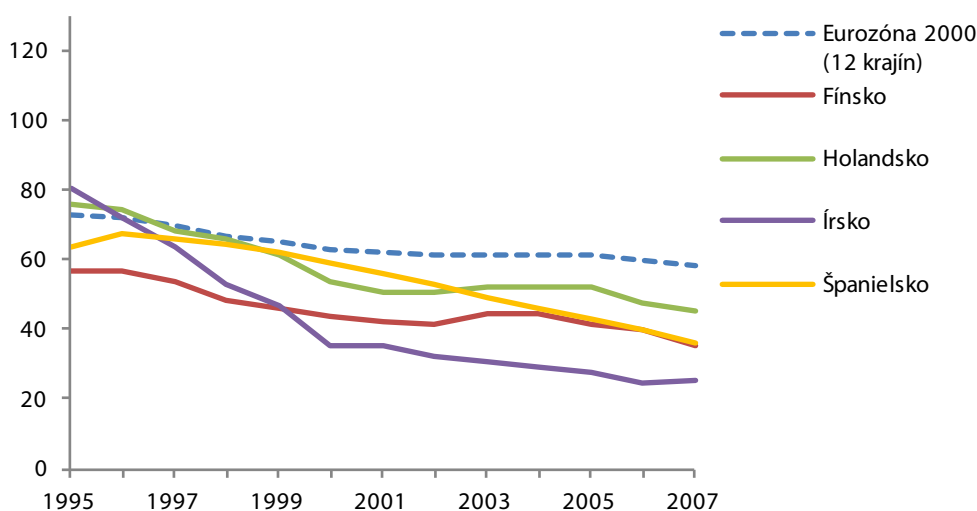


Prameň: Eurostat

Nemecký dlh pritom zároveň vzrástol tesným rozdielom najviac z celej skupiny – o 9,6 percentuálneho bodu, kým v prípade Portugalska to bolo 9,2 percentuálneho bodu a v prípade Francúzska 8,7. Z tejto skupiny sa naopak Rakúsku podarilo dlh o niečo znížiť, konkrétne o 8 percentuálnych bodov.

iv) Krajiny štvrtej skupiny začínali v roku 1995 z o niečo vyššej úrovne dlhu, ako v prípade predošlého zoskupenia. Na rozdiel od neho sa však týmto krajinám podarilo za vyše desaťročie do roku 2007 svoj dlh veľmi výrazne znížiť – v prípade rekordmana skupiny o celých 55 percentuálnych bodov, na úroveň 25,1 % HDP.

Graf 4: Vývoj hrubého verejného dlhu Fínska, Holandska, Írska a Španielska v r. 1995-2007

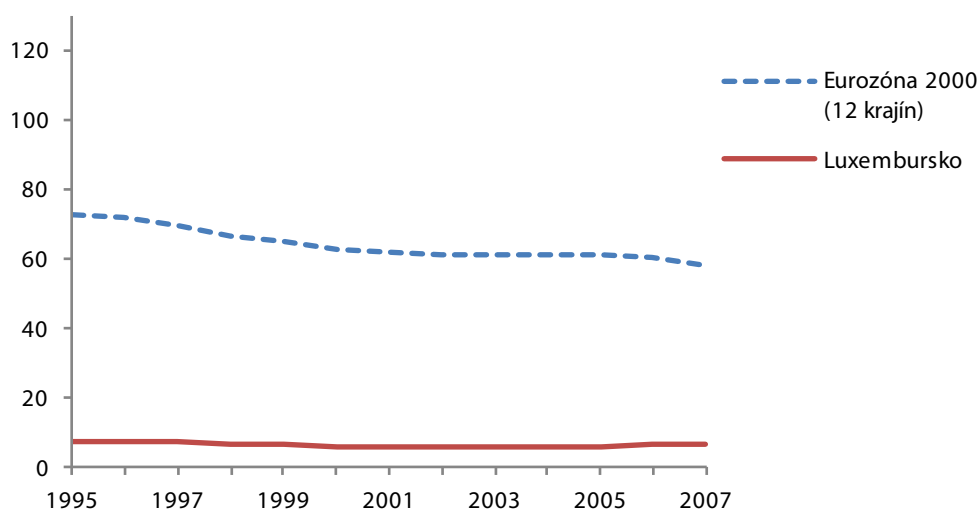


Prameň: Eurostat

Ak by sme brali vážne slová o nezodpovednom správaní, asi by nás veľmi prekvapilo, že týmto rekordmanom bolo Írsko, jedna z obetí neskoršej krízy. Úctyhodný bol však i výkon Španielska – totiž, zníženie o 27 percentuálnych bodov, na 36,3 % HDP. O niečo lepšie sa darilo dnešnej krajine „tvrdého jadra“, Holandsku, ktoré stiahlo svoj dlh zo 76,1 % HDP na 45,3 % (teda o 30,8 percentuálnych bodov). Ďalší člen dnešného „jadra“ však za výkonmi údajných hriešnikov zaostal – i keď je pravda, že už v roku 1995 začínal spod 60-percentnej hranice. Hovoríme o Fínsku, ktorého dlh klesol o 21,4 percentného bodu, na 35,2 % HDP.

v) Jediným členom poslednej skupiny, akýmsi protipólom Grécka, bolo Luxembursko. To si udržiavalo stabilnú, 6 až 7-percentnú úroveň dlhu.

Graf 5: Vývoj hrubého verejného dlhu Luxemburska v r. 1995-2007

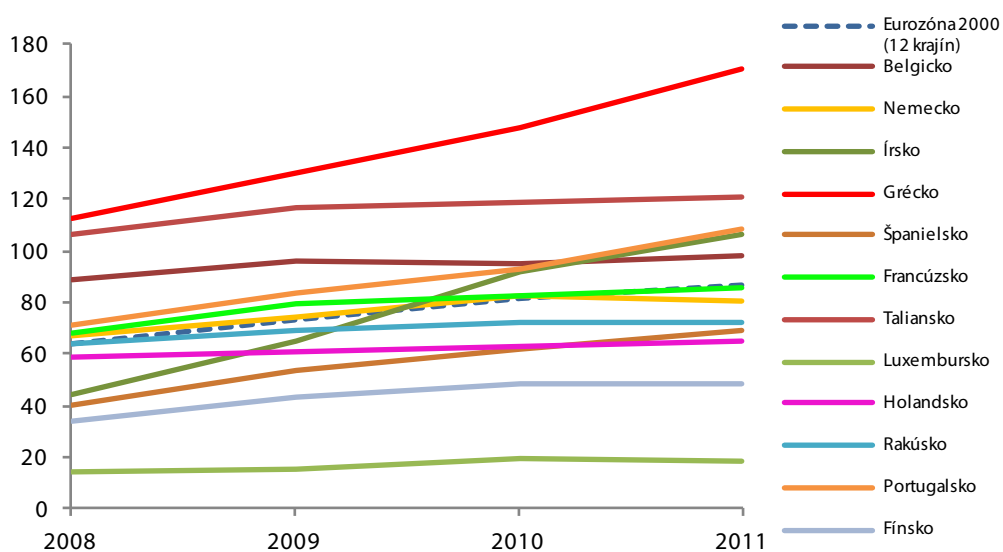


Prameň: Eurostat

b) S príchodom krízy stúpila úroveň verejného dlhu vo všetkých krajinách eurozóny

Údaje popisujúce vývoj po začiatku hospodárskej krízy jasne ukazujú, že hoci verejné dlhy v eurozóne sa zvyšovali rôznym tempom, ani jedna krajina sa nezaobišla bez navýšenia. Dokonca i Luxembursko zvýšilo svoj dlh viac ako dvojnásobne, zatiaľ čo v prípade Talianska kríza takmer úplne vymazala predošlé vyše desaťročné úsilie.

Graf 6: Vývoj hrubého verejného dlhu krajín pôvodnej eurozóny v r. 2008-2011



Prameň: Eurostat

Tabuľka 1: Percentuálne navýšenie dlhov v pokrízovom období v porovnaní s rokom 2007

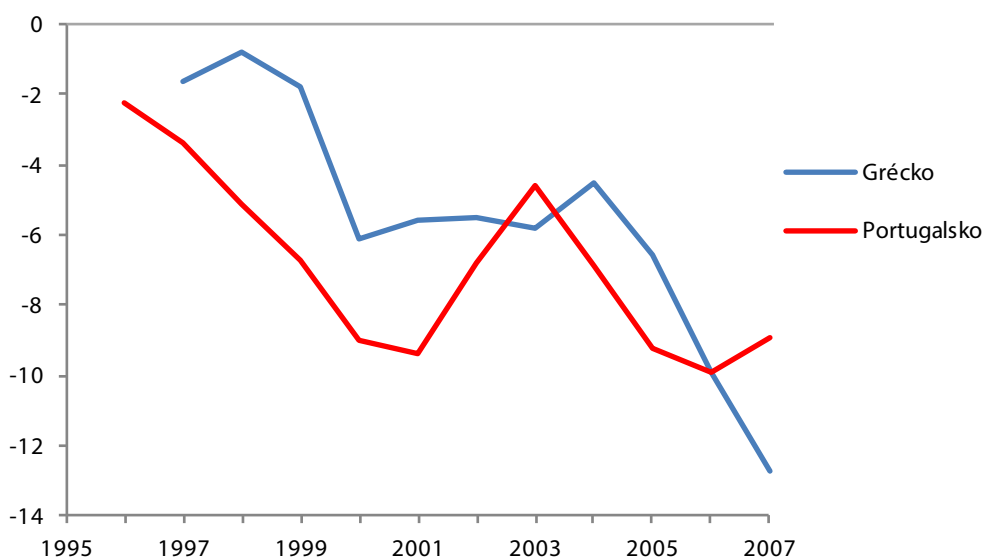
Krajina	Dlh v r. 2007 (% HDP)	Priemer dlhov v r. 2008-2011 (% HDP)	Zmena
Priemer eurozóny 2000 (12 krajín)	58,44	76,65	31,15 %
Belgicko	84	94,55	12,56 %
Nemecko	65,2	76,075	16,68 %
Írsko	25,1	77	206,77 %
Grécko	107,4	140,375	30,70 %
Španielsko	36,3	56,225	54,89 %
Francúzsko	64,2	78,925	22,94 %
Taliansko	103,3	115,6	11,91 %
Luxembursko	6,7	16,8	150,75 %
Holandsko	45,3	61,975	36,81 %
Rakúsko	60,2	69,35	15,20 %
Portugalsko	68,4	89,125	30,30 %
Fínsko	35,2	43,75	24,29 %

Prameň: Eurostat, vlastné výpočty

c) Budúce problémové krajiny sa najlepšie dali predpovedať zo štatistík o deficite platobnej bilancie

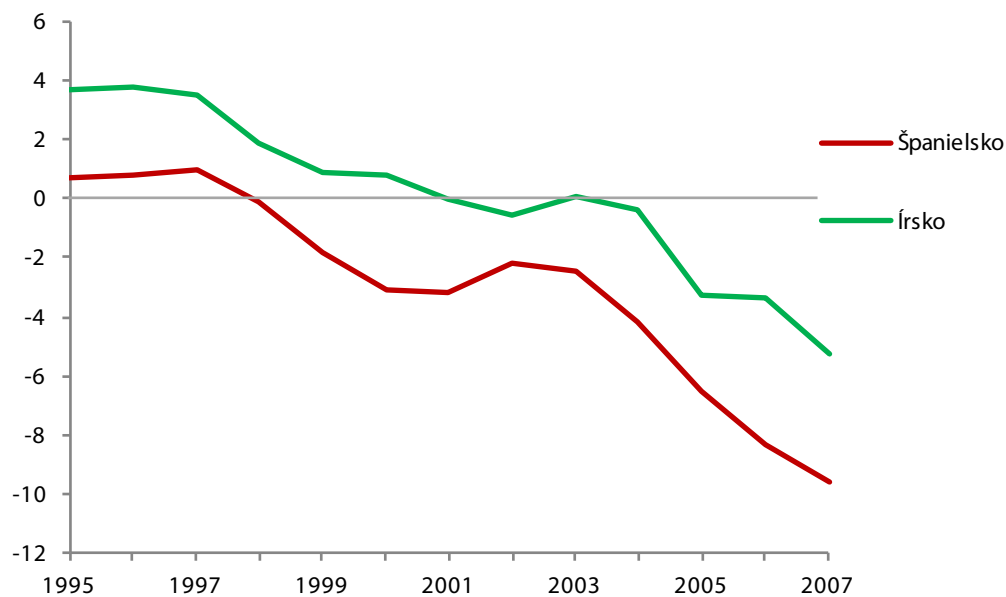
Oveľa presnejší prienik s kategóriou krajín sužovaných krízou solventnosti nám poskytujú štatistiky platobnej bilancie, respektíve čistého exportného dlhu. Z údajov Eurostatu jasne vyplýva, že spomedzi štátov pôvodnej eurozóny dlhšie vykazovali vysoké deficity práve Portugalsko, Grécko, Španielsko a Írsko – pričom pre porovnanie možno uviesť vývoj vo Francúzsku, Taliansku, Rakúsku a Nemecku:

Graf 7: Vývoj bežného účtu + kapitálového účtu Grécka a Portugalska v r. 1995-2007



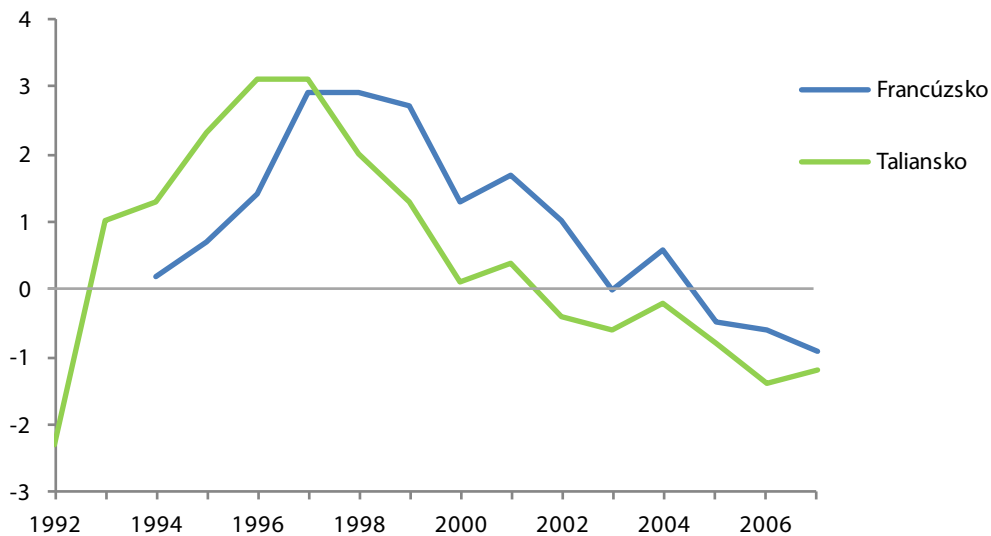
Prameň: Eurostat

Graf 8: Vývoj bežného účtu + kapitálového účtu Írska a Španielska v r. 1995-2007



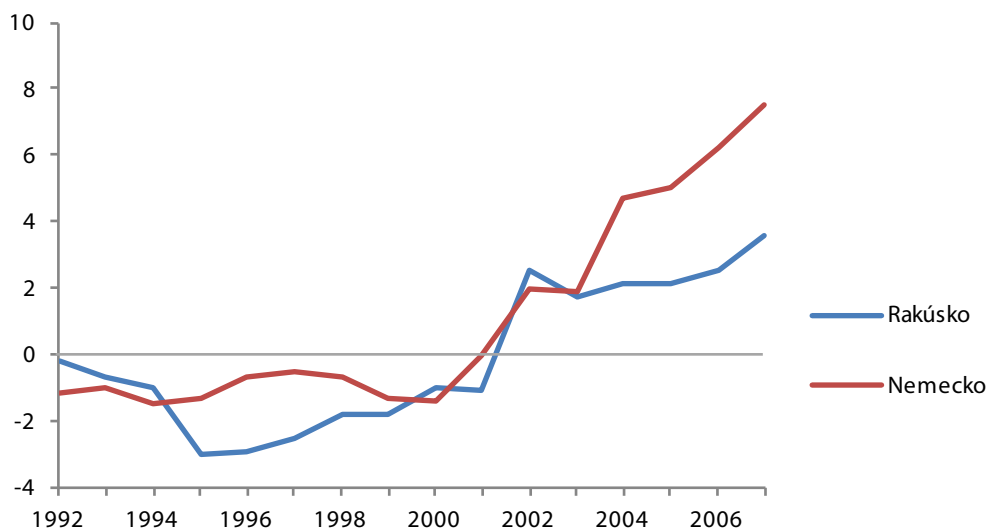
Prameň: Eurostat

Graf 9 : Vývoj bežného účtu + kapitálového účtu Francúzska a Talianska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

Graf 10: Vývoj bežného účtu + kapitálového účtu Nemecka a Rakúska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

Zjednodušene povedané, spoločným menovateľom krajín s deficitom je to, že pred krízou viac spotrebúvali, než vyrábali a viac investície prijímali, než podnikali – alebo celkovo, viac dovážali, ako vyvážali. Preto na bežnom a kapitálovom účte mali sumárne schodok, a na finančnom zase naopak prebytok. Protistranou pri zahraničnom obchode i investíciách boli prevažne krajiny z jadra eurozóny. *Štylizované príklady: Francúzska komerčná banka kúpila dlhopis gréckej vlády a grécka vláda z požičaných peňazí kúpila zbrojársku techniku od nemeckej firmy; nemecká komerčná banka na medzibankovom trhu poskytla úver španielskym bankám a tie prispeli k realitnej bubline v Španielsku (pozri reálny príklad v McMeeken 2011).*

Čo vyplýva z týchto faktov? Po prvé, dáta nepotvrdzujú hypotézu, že by hlavným problémom v eurozóne bolo nezodpovedné rozpočtové správanie, ktoré by postupe viedlo k neúnosnému zvyšovaniu dlhov. Naopak, niektoré z obetí krízy patrili k ďaleko najzodpovednejším krajinám. Ďalšia z dnešných krajín v ťažkostiach, Portugalsko, sa nesprávala výrazne nezodpovednejšie, než dnešný hlavný protagonist fiškálnej disciplíny, Nemecko. Jedine v prípade Grécka bola rozpočtová nezodpovednosť zjavná – no i k tomu bude ešte nutné dodať ďalšie podrobnosti.

Po druhé, fakt, že celkom bez ohľadu na dovtedajší vývoj i úroveň dlhu sa zadlženosť zvýšila v priebehu krízy u všetkých štátov eurozóny naznačuje, že primárnym dôvodom zhoršenia dlhovej situácie nebola politická voľba, ale práve samotná kríza.

Po tretie, fakt, že na prvý pohľad existuje spojitosť medzi vývojom platobnej bilancie a neskoršou krízou solventnosti naznačuje, že jednou z najzásadnejších príčin súčasného stavu sú makroekonomické nerovnováhy medzi rôznymi krajinami eurozóny – alebo inak povedané, dlhodobo nevyrovnané bilancie bežných + kapitálových účtov na jednej strane a tokov likvidity na strane druhej.

Hoci sa teda súčasné ťažkosti eurozóny v médiách často rámujú ako „dlhová kríza“, tento pojem je z niekoľkých dôvodov problematický. Ako vyplýva z vyššie uvedeného, príčinou krízy nebola verejná zadlženosť jednotlivých členských štátov.

Po druhé, hoci celková úroveň verejného zadlženia a jej rast predstavujú reálny problém, nie sú v tejto súvislosti jediným indikátorom hodným pozornosti. Z hľadiska investorov do štátnych dlhopisov je kľúčová schopnosť štátu splácať svoj dlh. Pomer dlhu voči HDP je z tohto hľadiska dôležitým faktorom, ale je empirickým faktom, že krajiny s podobnou mierou zadlženia môžu mať kvôli rôznej rizikovej prirážke výrazne odlišné výnosy z dlhopisov. V Európe je dobrým príkladom [porovnanie Španielska a Veľkej Británie](#) (Wolf 2013). Aj pri rozhodovaní o tom, ktorá krajina požiadala o záchranný program, sa neskloňovala primárne celková úroveň či nárast verejného dlhu, ale kritická hranica nákladov na jeho refinancovanie, teda úroková sadzba.

Na celkovú solventnosť štátov má teda vplyv viacero faktorov. Okrem výšky dlhu sú kľúčové napr. vyhladky na hospodársky rast, alebo to, či štát má vlastnú centrálnu banku alebo nie (oba faktory

podrobnejšie rozoberáme na inom mieste tejto analýzy). Veľmi dôležitým faktorom sú aj aktíva štátu – preto napr. Taliansko s vysokým čistým bohatstvom nemá napriek pomerne vysokej miere verejného zadlženia až takú vysokú rizikovú prirážku. Z uvedených dôvodov považujeme za korektnjšie hovoriť nie o „dlhovej kríze“, ale o „kríze solventnosti“.

2. NULTÁ FÁZA: VZNIK EUROZÓNY A MAKROEKONOMICKÝCH NEROVNOVÁH

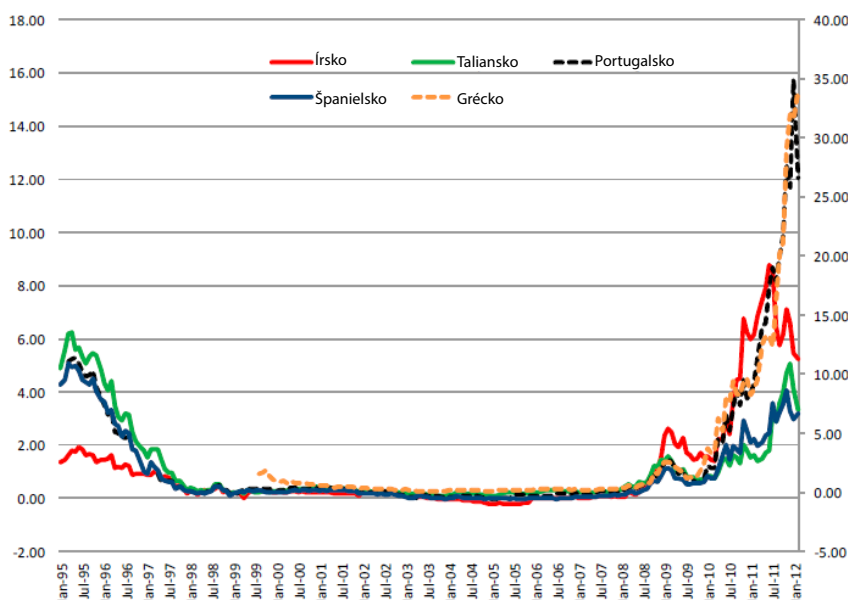
Ak teda za vznikom krízy solventnosti nebola rozpočtová nezodpovednosť, o akej inej možnosti sa dá uvažovať? Naša alternatívna hypotéza vychádza z faktu, že európska menová únia nebola naprojektovaná podľa vzoru iných, úspešných únií, ale za každú cenu sa pokúšala obísť potrebu tlmiacich mechanizmov, ktoré by jednotlivým krajinám nahrádzali stratenú možnosť operovať vlastnou menou.

Vznik eurozóny mal prispieť k voľnému pohybu kapitálu po všetkých jej členských štátoch – a tento svoj cieľ menová únia skutočne aj dosiahla. Ako uvidíme, bola v tom dokonca možno až príliš úspešná.

K uvoľňovaniu pohybu kapitálu mala menová únia prispieť jednak zánikom rizika zmeny kurzu jednotlivých mien a jednak poklesom transakčných nákladov. Možnosť zmeny kurzu do istej miery vždy predstavovala riziko pre reálnu návratnosť zahraničnej investície, takže zjednotením v menovej únii sa malo dospieť k vyššej istote pre investorov. Na druhej strane im vďaka euru mala odpadnúť nutnosť zaobstarávať si a držať v prípade zahraničnej investície zásoby cudzej meny.

Už menej predpokladaným, i keď v čase svojho pôsobenia nijako nekritizovaným efektom bolo znížené vnímanie rizikovosti dlhopisov periférnych štátov. Investori po zavedení eura buď podcenili stav a riziká periférnych ekonomík, alebo v konečnom dôsledku správne predpokladali, že napriek platným zmluvám EÚ bude týmto ekonomikám v prípade potreby poskytnutá pomoc. Výsledným javom tak bolo, že po vstupe periférie do eura začali tamojšie úrokové miery konvergovať na nízku úroveň typickú pre Nemecko a ďalšie krajiny jadra.

Graf 11: Vývoj výnosov zo štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny



Prameň: DataInsight

Štátne dlhopisy boli navyše tradične považované za ekvivalent „istoty“, teda tej najbezpečnejšej možnej investície. Vzhľadom na proces globálnej financilizácie, t.j. nárast finančného sektora v po-

mere k celkovej ekonomike, potrebovali finančné trhy aj zvýšený objem takýchto cenných papierov na vyvažovanie svojich riskantných operácií. Bezpečné štátne dlhopisy sa okrem iného využívali aj pri operáciách s derivátmi. Už len tieto dôvody postačovali, aby sa po poklese vnímaného rizika zvýšil dopyt po dlhopisoch periférnych krajín eurozóny.

Tu je prvý dôvod, prečo Grécku nemožno pripísať absolútnu vinu za jeho vývoj. Ak totiž na trhu vznikne situácia, kedy sa núka množstvo lacného kapitálu, z hľadiska racionálneho ekonomického aktéra by bolo nevýhodné nepožičať si. Samozrejme, osobitnou otázkou je, či boli požičané peniaze aj racionálne využité – téme neproduktívneho nafukovania bublín sa venujeme neskôr. Zároveň však treba pripomenúť, že spoluzodpovední sú aj veritelia, ktorí ako v prípade každého kontraktu požičiavajú dobrovoľne, na základe vlastného uváženia rizika, vďaka čomu jednak zarábajú na rizikových maržiach – no zároveň musia rátať aj s možnosťou, že úver zlyhá.

Na druhej strane narastal i hlad po investičných príležitostiach v súkromnej sfére periférnych krajín. Tento jav sa nielenže dal ľahko očakávať, ale v princípe patril dokonca k hlavným zámerom menovej únie s cieľom dosiahnuť medzi jej regiónmi vyššiu mieru konvergencie.

2.1 KAPITÁLOVÉ TOKY AKO NÁSTROJ KONVERGENCIE

Kapitál má podľa ekonomickej teórie vo všeobecnosti sklon prúdiť z oblastí s relatívne nízkym výnosom do oblastí, kde je výnos vyšší. V prípade dvoch štátov s vlastnými menami – jedného s nízkymi výnosmi a druhého s vysokými – kapitálový tok ovplyvňuje cenu cudzej meny. Cena meny vysokovýnosovej krajiny, vyjadrená v peniazoch nízkovýnosovej, postupne stúpa, a naopak. Tento postup pokračuje, až pokiaľ sa výnosy vzhľadom na zmenu kurzu nevyrovnajú.

Ak však potom obe krajiny založia menovú úniu, výmenný kurz sa eliminuje – a tak prítok kapitálu do druhej krajiny pokračuje a výraznejšie tentoraz zdvíha ceny domácich vstupov do investícií vo vysokovýnosovej krajine, [vrátane ceny práce](#) (Gabrisch – Staehr 2012). Tento prítok zároveň podporuje hospodársky rast, ktorý bude vo vysokovýnosovej krajine vyšší, než by bol bez menovej únie – kým v nízkovýnosovej krajine bude zase nižší. Tretím, rovnako zákonitým dôsledkom je, že vysokovýnosová krajina má vyšší deficit platobnej bilancie, pretože prítok kapitálu zo zahraničia sa z definície musí zrkadlovo prejavíť na druhej strane platobnej bilancie – v krajine sa bude chtiac-nechtiac viac spotrebúvať, ako vyrábať, čiže viac dovážať, ako vyvážať. Najmä laikom sa zdá logickejšia predstava, že ekonomiky najprv začnú viac spotrebúvať než vyrábať, a preto si musia požičať zo zahraničia; následnosť javov ale často môže byť presne opačná – najprv vznikne prebytok na finančnom účte, v ktorého dôsledku stúpa kúpna sila aktérov domácej ekonomiky, čo sa následne prejaví deficitom na bežnom účte obchodnej bilancie.

V procese konvergencie kapitál prúdi z krajín bohatých na kapitál a relatívne drahou pracovnou silou do krajín na kapitál chudobných, kde sú mzdy naopak pomerne nízke (krajiny s pomerne nižšou kapitálovou intenzitou výroby). Euro sa mohlo stať jedným z nástrojov konvergencie, ktorá patrí k základným cieľom Európskej únie. Jednotná mena mala prispieť k tomu, aby sa periféria a jadro postupne dostali na rovnakú úroveň vyspelosti.

2.2 ÚLOHA ECB

Všeobecný sklon kapitálu tiecť z krajín s nízkym výnosom do krajín s výnosom vysokým mohla ešte posilniť menová politika Európskej centrálnej banky – alebo inak povedané, nutnosť stanoviť jednotnú úrokovú mieru pre oblasti v odlišných fázach ekonomického cyklu. Práve koexistencia viacerých ekonomík v rôznych fázach hospodárskeho cyklu, s obmedzenou mierou vzájomnej konvergencie charakterizuje menovú úniu od jej vzniku. V tomto zmysle európska menová únia nikdy nenaplnila predpoklady optimálnej menovej oblasti. Jednotná menová politika ECB mala na jednotlivé krajiny rozdielny vplyv.

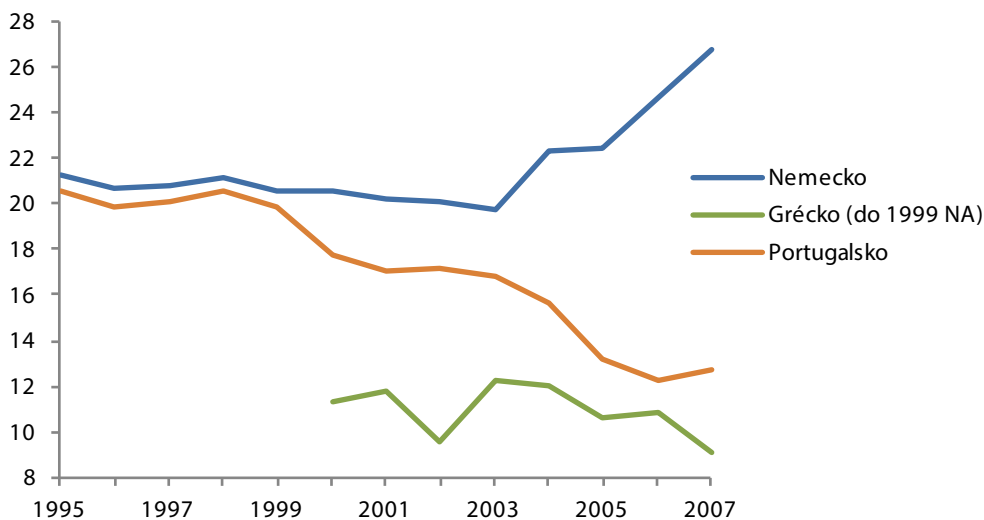
Za stavu nízkej inflácie v Nemecku v období vzniku menovej únie bola reálna úroková miera pre nemeckú ekonomiku relatívne vysoká a to viedlo k chronicky slabému domácejmu dopytu a investíciám. Nepriaznivá situácia na trhu práce mala dvojaký vplyv. Po prvé, nemecké domácnosti boli opatrnejšie a viac sporili. Po druhé, oslabil sa vyjednávací pozícia odborov a donútila ich prijať vládnu

politiku [spomaľovania rastu miezd](#) (v pomere k rastu produktivity práce) v mene posilnenia cenovej konkurencieschopnosti nemeckého vývozu (Lesay 2012). Stagnácia miezd zároveň zvýšila ziskovosť podnikov, čo viedlo k vyšším úsporám aj na podnikovej strane. Nemecké priemyselné podniky navyše [ťažili](#) tiež z presunu výroby do krajín s lacnejšou pracovnou silou, napr. aj do ČR a na Slovensko (Marin 2010). Inými slovami, úroková miera vo výške nad rovnovážnou hodnotou mala predvídateľný dôsledok: vzájomnú nevyrovnanosť dopytu a ponuky kapitálu – úspory boli privysoké a investičné príležitosti zase príliš zriedkavé. Domáca ekonomika teda nebola schopná všetky nemecké úspory absorbovať a preto dochádzalo k čistému vývozu kapitálu do zahraničia. [Vďaka exportným odbytiskom pre investičný kapitál sa stali krajiny periférie eurozóny](#) (Vaňko 2012a). Jednak v nich bola vyššia inflácia a jednak sa pokles vnímaného rizika, ako už bolo spomenuté v súvislosti so štátnymi dlhopismi, prejavil i pri investíciách do súkromného sektora týchto krajín.

Pôsobením oboch faktorov bolo, že reálna úroková miera bola v prípade týchto krajín zase nižšia, ako bola rovnovážna úroveň. Z tohto dôvodu predvídateľne vznikol dodatočný hlad po kapitále, ktorý domáce úspory nemohli zasýtiť. Výsledkom bol práve ešte zvýšený dovoz kapitálu zo zahraničia, ako by sa dal v dôsledku menovej únie očakávať v každom prípade. Ešte viac sa tak posilnila expanzia úverov, následný hospodársky rast, rast miezd a rast cien – vrátane bublín nafúknutých v nevýrobných sektoroch. Práve v dôsledku posledného menovaného faktora došlo v týchto ekonomikách k efektom podobným prehriatiu, k oslabeniu cenovej konkurencieschopnosti a pochopiteľne i k nárastu deficitov bežného účtu.

Hypotézu, že okrem všeobecného sklonu kapitálu tiecť z jadra na perifériu zohrala svoju úlohu aj konkrétna úroková miera nastavená Európskou centrálnou bankou potvrdzuje i relatívny vývoj úspor v jednotlivých krajinách. Kým tok kapitálu od konkrétnej miery úspor nezávisí, pretože pri akejkoľvek úrovni sa vždy oplatí viac investovať v krajinách s vyšším výnosom, samotná miera úspor samozrejme je ovplyvnená reálnou úrokovou mierou. Z tohto pohľadu rozdiel medzi Nemeckom a dvoma z periférnych krajín bije do očí. [Miera úspor](#) v Grécku a Portugalsku pred krízou poklesla na mimoriadne nízku úroveň (Shirai 2012):

Graf 12: Vývoj miery úspor vo vybraných krajinách eurozóny (% HDP)

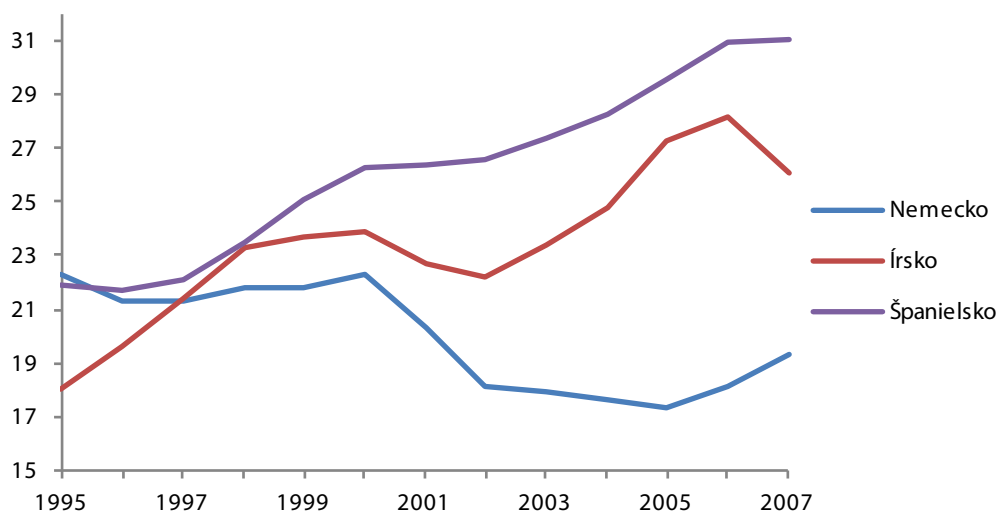


Prameň: Eurostat

Tieto dve krajiny značnú časť prílevu kapitálu nasmerovali do verejnej i súkromnej spotreby (platy vo verejnom sektore, dôchodky, zdravotná starostlivosť). Keďže Nemecko mieru úspor zvyšovalo, nerovnováhy bežných účtov medzi Nemeckom na jednej strane a Portugalskom a Gréckom na druhej strane možno pripísať na vrub práve divergencii vo vzorcoch sporenia (stav bežného účtu vždy odzrkadľuje rozdiel medzi domácimi úsporami a domácimi investíciami).

Na druhej strane je pravda, že Írsko a Španielsko mali mieru úspor podobnú ako Nemecko.

Graf 13: Vývoj miery investícií vo vybraných krajinách eurozóny (% HDP)



Prameň: Eurostat

V čom Nemecko pred krízou prevýšili, bola miera investícií. Nerovnováhy medzi bežnými účtami Írska a Španielska a bežným účtom Nemecka tak pramenili z rôznych modelov investovania. V týchto dvoch periférnych krajinách sa z pritečeného kapitálu priveľa investovalo najmä do stavebníctva a nehnuteľností, čomu zodpovedalo aj predkrízové nafúknutie cenovej bubliny v realitnom sektore (Graf 1). Treba však zároveň dodať, že závislosť Nemecka od exportného modelu, ktorý znamená, že zostávajúce domáce investície sa prevažne orientujú na produkciu, ktorá neslúži domácomu obyvateľstvu, možno považovať za [štrukturálnu slabosť nemeckej ekonomiky](#) (Whyte 2010).

Celkovo sa tak potvrdzuje, čo je z teoretického hľadiska známe už dávno – totiž, že [spoločná menová politika nemôže stabilizovať](#) viaceré oblasti na rôznych stupňoch ekonomického vývoja, v rôznych fázach hospodárskeho cyklu a s nerovnovahami platobnej bilancie (Vaňko 2012b). ECB cieľovala priemernú infláciu v eurozóne a jej sadzba tak bola mierne vysoká pre Nemecko a veľmi nízka pre perifériu. Mierna nevýhodnosť pre jadro a zásadná nevýhodnosť pre perifériu nastala – ak opomenieme možné politické vplyvy – kvôli rôznej váhe jednotlivých ekonomík v eurozóne. Veľké hospodárstvo ako Nemecko bude logicky vždy bližšie k priemeru. Skutočnosť, že ECB zotrváva v tejto politike aj po prepuknutí krízy kladie bremeno nastolenia rovnováhy v eurozóne práve na perifériu – pokles cien a miezd v tomto regióne môže nastať len za cenu vysokej nezamestnanosti a ekonomiky pod potenciálom.

2.3 MZDOVÝ VÝVOJ A MZDOVÁ POLITIKA V EUROZÓNE

Fakt, že eurozóna nebola optimálnou menovou oblasťou len kvôli odlišným ekonomickým fundamentom v jej častiach, ale aj v dôsledku konkrétnych národných politík, možno ilustrovať napríklad vývojom v oblasti tzv. jednotkových nákladov práce (*unit labour costs*, ULC). Tento ukazovateľ meria priemerné náklady práce na jednotku hospodárskeho výstupu, počíta sa ako pomer celkových odmien za prácu na HDP, čiže vyjadruje vzťah medzi nákladmi práce a produktivitou. Ak ULC rastú, tempo rastu odmeňovania je rýchlejšie než rast produktivity, čo môže signalizovať relatívne zhoršenie národnej konkurencieschopnosti.

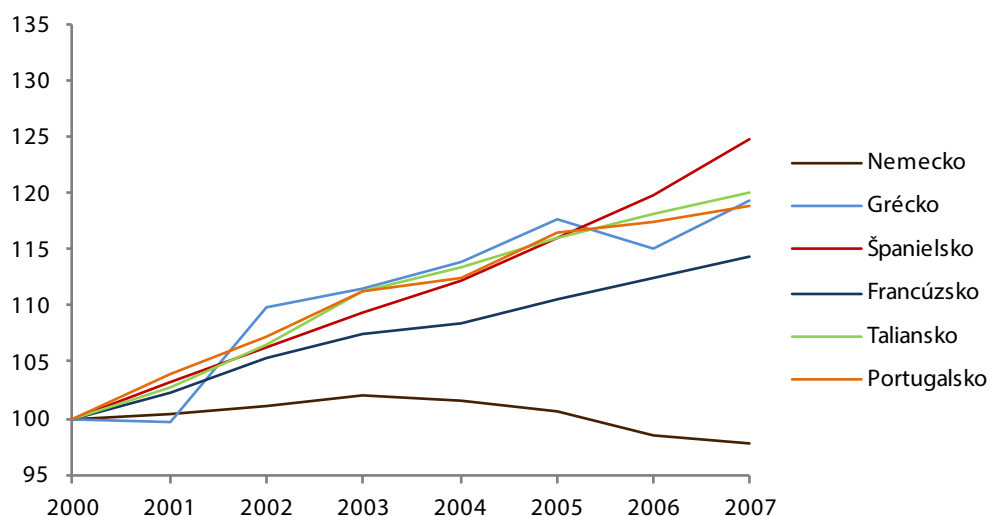
Z prvého grafu vidno, že v Nemecku od zavedenia eura až do vypuknutia krízy prakticky zmrzla nominálna úroveň odmien za prácu. Po zohľadnení inflácie na druhom grafe vidíme, že tempo odmeňovania za prácu v Nemecku reálne za rastom produktivity práce výrazne zaostávalo (medzi rokmi 2000 a 2007 až o cca. 9 %). Rast nominálnych ULC v prípade Francúzska od roku 2000 zhruba zodpovedal inflačnému cieľu ECB, teda ročnému rastu inflácie o 2 %. Nominálne rýchlejšie rástli ULC štátov

južnej periférie – Grécka, Talianska, Španielska a Portugalska. To prispelo k prehľbovaniu rozdielov v cenovej konkurencieschopnosti – posilnilo pozíciu Nemecka a zoslabilo pozíciu periférie.

Ako už by malo byť zrejmé, v rozpore s prevládajúcimi populárnymi interpretáciami tieto rozdiely nevznikli v dôsledku akéhosi svojvoľného a nezodpovedného zvyšovania miezd v južných štátoch eurozóny. Rast miezd na periférii súvisel s vysokým tempom inflácie, ku ktorej výrazne prispel prílev kapitálu na perifériu a vytváranie úverov domácim finančným sektorom.

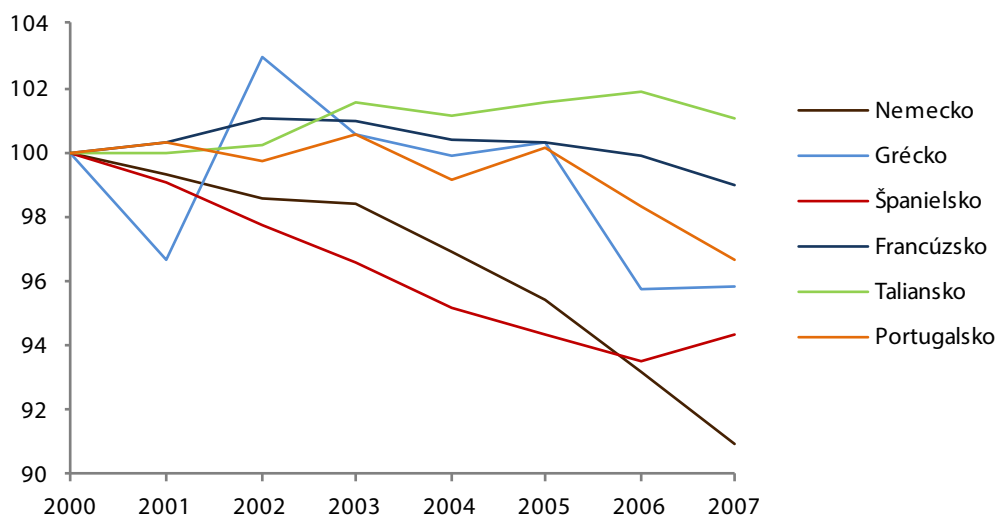
Na druhom grafe možno pozorovať, že v reálnom vyjadrení na južnej periférii odmeny za prácu rástli rýchlejšie než produktivita iba zriedkavo a mierne; a práve naopak, spravidla za rastom produktivity zaostávali. Nie až tak ako v Nemecku, ale v prípadoch Španielska, Grécka a Portugalska viac než napríklad vo Francúzsku. Efekty bohatnutia sa teda nepriamo a prenesene na mzdách prejavili, keďže vyššia spotreba viedla aj k vyššiemu dopytu po práci a určitému rastu odmien za prácu. No napriek tomuto sprostredkovanému efektu treba ešte raz zdôrazniť, že do krízy mzdy za produktivitou práce často zaostávali i v periférnych krajinách. Preto pre tieto krajiny po nástupe krízy nebolo problémom, že by ich mzdy boli narástli príliš vysoko – ale to, že jednoducho boli privysoké v porovnaní s inými krajinami, kde bol nárast ešte pomalší. S často sa vyskytujúcim tvrdením, že občania krajín na juhu Európy si žili nad pomery, teda jednoducho nemožno súhlasiť. A treba doplniť, že politika úmyselnej mzdovej deflácie zo strany Nemecka bola v priamom rozpore s jedným zo základných pravidiel optimálnej menovej oblasti, totiž so snahou harmonizovať cenový vývoj.

Graf 14: Vývoj nominálnych jednotkových cien práce (ULC) vo vybraných krajinách eurozóny (2000=100)



Prameň: Eurostat

Graf 15: Vývoj reálnych jednotkových cien práce (JLC) vo vybraných krajinách eurozóny (2000=100)



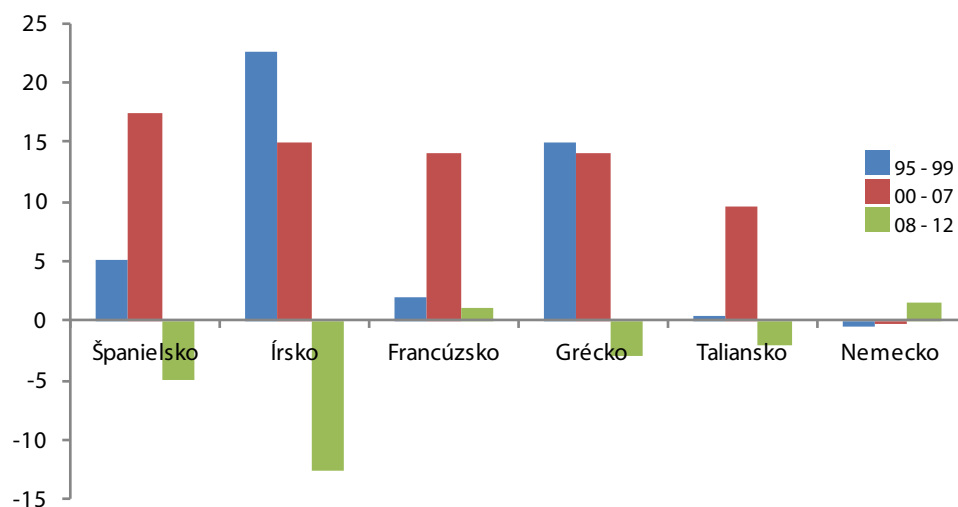
Prameň: Eurostat

2.4 PROBLEMATICKÉ MNOŽSTVO A ALOKÁCIA KAPITÁLU

V každom prípade doteraz popísaný vývoj menovej únie nepredstavoval kritické problémy – ako sme už uviedli, toky kapitálu medzi jej viac a menej vyspelými časťami boli očakávané a dokonca žiaduce. Reálne fungovanie eurozóny v praxi však narazilo na problémy – prelievaného kapitálu bolo priveľa a bol misalokovaný. [Nadmerná financializácia](#) (ak úroveň súkromného zadĺženia presiahne 100 % HDP – Arcand-Berkes-Panizza 2012), alebo ešte presnejšie [nadmerná elasticita finančného a menového systému](#) (možnosť vydávať takmer neobmedzené množstvo úverov – Borio-Disyatat 2011), viedli k výraznému budovaniu a prehľbovaniu finančných a makroekonomických nerovnováh.

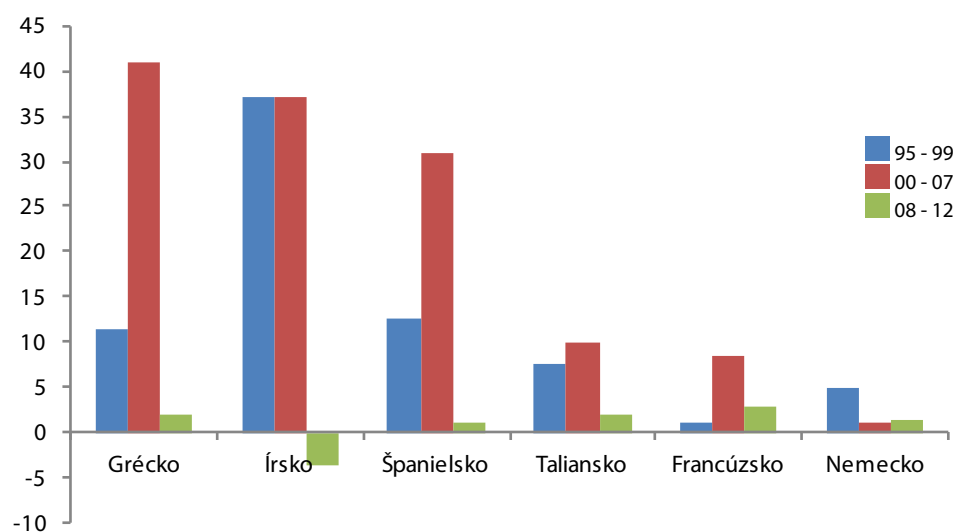
Vývoj dokladá Graf 1. Vidno na ňom, že najmä v Grécku a Španielsku sa zaznamenal v období medzi vznikom spoločnej meny a krízou enormný nárast úverov do súkromného sektora. V Írsku bol nárast porovnateľný, ibaže začal už v polovici 90. rokov. Značná časť z úverov smerovala do stavebníctva a realitného sektora. To bola jedna z hlavných príčin výrazného rastu cien nehnuteľností na periférii v období pred krízou.

Graf 16: Rast úverov do súkromného sektora



Prameň: Eurostat

Graf 17: Rast cien nehnuteľností



Prameň: Eurostat

V tejto súvislosti treba [zdôrazniť](#), že nie všetky finančné transakcie (napr. transakcie s už postavenými nehnuteľnosťami) sa započítavajú do nominálneho HDP (Auxt 2012). Preto je dôležité rozlišovať kredit, ktorý prispieva k tvorbe nominálneho HDP, a ten, ktorý k nemu neprispieva – o niečo menej než polovicu celého likvidného kreditu finančný systém v eurozóne alokuje do neproduktívnych aktivít, teda aktivít priamo neprispievajúcich k tvorbe nominálneho HDP (dáta z júla 2012). To vysvetľuje aj spomalenie cirkulácie peňazí.

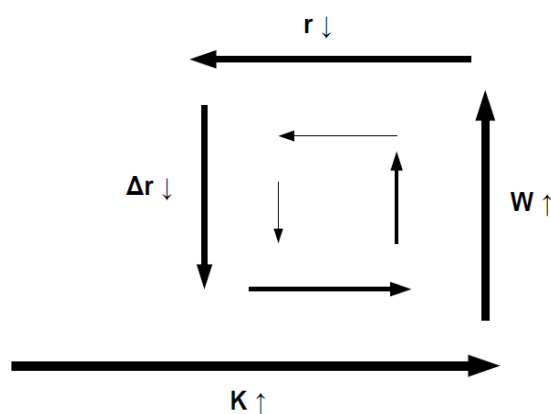
Z hľadiska pochopenia dynamiky krízy je kľúčové vysvetliť rozdiel medzi investíciou do reálnej ekonomiky a do finančných, v danom prípade reálnych špekulácií. Keďže v reálnej ekonomike hrá sekundárny trh – práve s výnimkou trhu s nehnuteľnosťami – iba obmedzenú úlohu, efekt prílevu kapitálu je taký, ako bol opísaný vyššie v časti o konvergencii. To znamená, že keď sa kapitál prelieva z nízkovýnosovej krajiny A do vysokovýnosovej krajiny B, zvyšuje tak v krajine B dopyt po vstupoch,

čím sa postupne začne zvyšovať aj ich cena (a naopak v krajine A). V dôsledku rastúcich nákladov sa výnos v krajine B začne postupne znižovať, kým v krajine A relatívne stúpať, až dokým sa postupne nedospeje do rovnováhy (obrázok č.1 znázorňujúci dostredivú, konvergentnú špirálu).

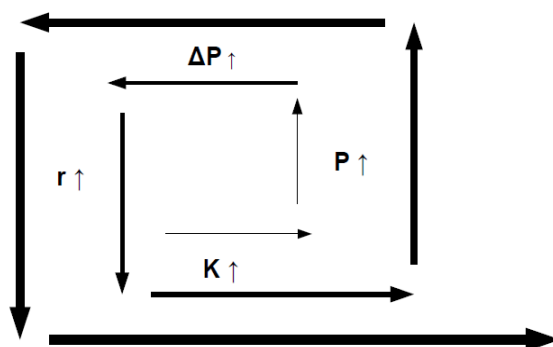
Investícia do finančného aktíva však má iný charakter. Žiadne vstupy tu neexistujú a naopak, v dôsledku zvýšeného dopytu rastie cena samotného aktíva. To však vedie k presne opačnému efektu, ako pri reálnej ekonomike – keďže sekundárny trh je dominantnou formou finančného trhu, rastúca cena aktív neznamena pokles, ale naopak nárast potenciálneho výnosu. Možno ho predsa so ziskom predať ďalším investorom. Dôsledkom je, že prílev kapitálu môže viesť ku vzniku bublín, pretože nárast cien aktív a z toho vyplývajúci rast výnosov je práve lákadlom pre ďalšie investície do týchto aktív – a tak ďalej v bludnom kruhu (pozri odstredivú špirálovú schému na obrázku č. 2), až kým cena aktív z nejakého exogénneho dôvodu nepoklesne a v dôsledku toho bublina nepraskne.

Vyššie zmienenou výnimkou v sektore reálnej ekonomiky je stavebníctvo, respektíve trh s nehnuteľnosťami. Práve tu významný sekundárny trh existuje. V rovnovážnom stave by pravdaže mali ceny reálnych a finančných aktív korešpondovať. Skutočnosť má však z princípu od rovnovážneho stavu ďaleko. Preto ak kapitál v snahe o čo najvyššie výnosy prúdi z jednej krajiny do druhej, a zároveň sa ceny nehnuteľností začnú odpútať od reálnych výnosov, hypotéky sa začnú javiť ako vynikajúci druh investície. Ako do istej miery vieme aj zo slovenskej skúsenosti, rastúce ceny nehnuteľností môžu tiež viesť k bubline, pri ktorej sa do výstavby investuje vysoko nad optimálnou mierou.

Obrázok č. 1: Tok kapitálu v reálnej ekonomike



Obrázok č. 2: Tok kapitálu na sekundárnych trhoch



Aby sme to zhrnuli, séria faktorov (zánik kurzového rizika, pokles transakčných nákladov, optimizmus investorov, záporné reálne úrokové miery v krajinách periférie ako dôsledok jednotnej úrokovej sadzby ECB) viedla k pohybu prebytkov kapitálu z krajín jadra, najmä Nemecka, do krajín na periférii vrátane Grécka (už druhý dôvod, prečo ani samotnú grécku krízu nemožno zužovať na rozpočtovú nezodpovednosť). Vyšší výnos zo špekulatívnych investícií vo finančnom a realitnom sektore a celkovo globálny proces financionalizácie vysvetľuje, prečo tento tok nenabral podobu produktívnych investícií.

Okrem negatívneho dopadu na dostupnosť kapitálu pre produktívne investície v reálnej ekonomike európskej periférie mali nadmerné a nesprávne alokované toky kapitálu ďalšie negatívne následky, keďže viedli k vytváraniu finančných bublín. Tie vážne ohrozujú globálny finančný systém, prehĺbujú makroekonomické nerovnováhy (v eurozóne i v globálnom meradle) a často končia makroekonomickým úpadkom (stagnácia, strata konkurencieschopnosti a deindustrializácia) a nutnosťou rekapitalizácie finančného sektora.

Dôsledkom bolo v neposlednom rade i to, že hoci mzdy na periférii rástli, ani zďaleka to nebolo takým tempom, ako by zodpovedalo navýšeným investíciám. Prospech, ktorí obyvatelia periférie pociťovali, šiel do značnej miery iným, než mzdovým kanálom – totiž, cez takzvané „efekty bohatnutia“ (*wealth effects*), vzhľadom na rastúce ceny nehnuteľností. Tento prospech, ak nebol pretavený do spotreby ešte pred začiatkom krízy, bol však pravdaže do značnej miery iluzórny, keďže prasknutím bubliny nadobudli efekty bohatnutia negatívny trend. Mnohí obyvatelia Írska i Španielska tak zažili jav „negatívnej ekvity“, ktorý sa už dávnejšie prejavil pri prasknutí skoršej bubliny vo Veľkej Británii: totiž, že cena ich nehnuteľností sa zrazu ocitla hlboko pod sumou hypotéky, ktorú za ňu museli splácať.

3. PRVÁ FÁZA: OD NEROVNOVÁH KU KRÍZE SOLVENTNOSTI

Pripomeňme si, že kríza finančného systému nevznikla v Európe. Banky z krajín jadra eurozóny, respektíve veľké nadnárodné bankové skupiny, boli hlboko ovplyvnené udalosťami v Spojených štátoch amerických po krachu Lehman Brothers, v dôsledku čoho prestali refinancovať dovtedy poskytované úvery na perifériu, či poskytovať nové.

Postavenie periférnych bánk sa ďalej zhoršilo v dôsledku nadmerného množstva úverov, ako bolo spomenuté vyššie, v kombinácii so začínajúcou hospodárskou recesiou. Pomer príjmov z nominálneho HDP a výškou súkromných nominálnych dlhov bol už taký napätý, že i mierny šok v disponibilných príjmoch spôsobil vlnu bankrotov, čo viedlo k odpisu aktív a strate kapitálu.

Celkovým výsledkom bol viac-menej nárazový odliv kapitálu z periférie. Za normálnych okolností, teda v krajinách s vlastnou menou, by tento odliv automaticky viedol k poklesu kurzu, respektíve devalvácii, čo by navýšilo ceny importu a znížilo cenu exportu, čím by sa celková platobná bilancia dostala opäť do rovnováhy. Periférne krajiny však vlastnú menu nemali a obchodné vzťahy, ktoré ich dostali do problému, mali s inými krajinami, ktoré tiež používali euro. V dôsledku toho nemohli využiť prispôbovací mechanizmus zmeny kurzu či devalvácie. Z toho vyplývalo, že hoci kapitál odtiekol, ceny importu ani exportu sa v dôsledku toho automaticky nezmenili. Inými slovami, neexistencia vlastnej meny znamenala, že deficit bežného a kapitálového účtu platobnej bilancie pretrvával – no kapitál, ktorý by ho na finančnom účte kompenzoval, už nebol viac k dispozícii.

Z krátkodobého hľadiska mohol tento nečakaný problém mať iba dve riešenia. Tým prvým bol krach bánk, ktoré obchod so zahraničím sprostredkovali – či už v podobe nájazdu, ak by sa boli snažili obmedziť platby do zahraničia, alebo v podobe insolventnosti, ak by postupne vyčerpali svoje rezervy zúfalou snahou pokryť všetky prichádzajúce požiadavky klientov na zahraničné platby. Tým druhým riešením bola náhrada súkromného kapitálu verejným.

Všetky štáty periférie dávali pochopiteľne pred kolapsom svojho finančného systému prednosť tomuto druhému riešeniu. Situácia však bola komplikovaná tým, že otrasy globálneho finančného systému sa onedlho preniesli do reálnej ekonomiky: nastúpila hospodárska recesia.

3.1 EXOGÉNNA RECESIA

Je očividné, že pokiaľ ide o verejné dlhy, „kríza sa začala krízou“ – alebo inými slovami, prvý prudký výskok deficitu verejných financií a následný nárast dlhu bol spôsobený hospodárskou recesiou (podrobnejšie hneď v úvodnej časti). Tú zase spôsobili exogénne faktory, ktoré nemali s rozpočtovou nezodpovednosťou vôbec nič spoločné.

Za pozornosť stojí jav, ktorý japonský ekonóm Richard Koo (2011) nazval „súvahová recesia“ (balance sheet recession). Je to špecifická forma recesie, ktorá nastáva v dôsledku prílišného zadlžovania (*overleveraging*) v predkrízovej fáze rastúcej financionalizácie. Finančná kríza, ktorá vzniká po prasknutí bubliny, potom vedie domácnosti, ale najmä podniky k úpornej snahe oddlžiť sa (*deleverage*) – namiesto princípu maximálizácie ziskov podniky sledujú minimalizáciu dlhov. Z toho ďalej vyplýva, že i keď nominálne úrokové miery klesnú na najnižšiu možnú mieru – teda nulovú – napriek dostupnosti lacných peňazí si súkromný korporátny sektor ani domácnosti nie sú ochotné požičiavať. Výsledkom je situácia, ktorú kedysi Keynes pomenoval „*pasca likvidity*“: Bežná menová politika v nej prestáva byť účinná, pretože centrálna banka nedokáže znížiť nominálnu úrokovú mieru pod nulu, a teda nevie konvenčnými prostriedkami dosiahnuť expanziu peňažnej zásoby v ekonomike.

Čo je však ešte horšie, pri súvahovej recesii dobre nefunguje ani nekonvenčná politika tzv. kvantitatívneho uvoľňovania. Centrálna banka síce môže pomocou nákupu cenných papierov od bánk naliať do týchto bánk likviditu, lenže banky na základe týchto novozískaných rezerv nevytvárajú nové pôžičky. Na jednej strane ide o tokové oddlžovanie (*flow deleveraging*) v záujme znižovania ich expozície v rizikových časoch. No okrem tejto kontrakcie zo strany ponuky klesá objem úverov predovšetkým preto, že po nich prosto nie je dopyt – vzhľadom na prasknutú bublinu si jednoducho korporácie ani domácnosti na seba nové dlhy naberajú nechcú.

Súvahová recesia sa nevyučuje s existenciou konvenčnej recesie, pri ktorej je hlavnou príčinou prepád agregátneho dopytu – naopak, znížená ochota požičiavať si znamená pokles investícií, ktoré sú známym dôvodom prepádu dopytu. Klasický bludný kruh, pri ktorom znížený dopyt vedie k ďalšiemu odkladu či rušeniu investícií, čo spôsobuje novú nezamestnanosť, pokles spotreby a ďalšie kolo znižovania spotreby, teda neprestáva existovať. Problémom však je, že ani podpora dopytu vládnymi investíciami nezaručuje, že sa snaha podnikov ošetriť si svoje súvahy skončí. Naopak, spomínaný R. Koo vidí liečbu súvah ako proces, ktorý zvyčajne trvá viac ako desaťročie (Veľká depresia v USA po krachu na finančných trhoch v roku 1929, Japonsko po prasknutí realitnej bubliny v roku 1991) – pričom ani ukončenie tejto liečby ešte neznamená, že sa zotavila aj ekonomika. Chuť amerických firm nanovo čerpať pôžičky v predchádzajúcom rozsahu sa po krachu v roku 1929 naplno obnovila až koncom päťdesiatych rokov, teda po tridsiatich rokoch útlmu.

Prejavom súvahovej recesie je oddlžovanie viacerých sektorov naraz. Krajiny eurozóny sa momentálne snažia znižovať svoj dlh (v rámci plnenia podmienok Paktu stability a rastu posilneného tzv. *six-packom* alebo Fiškálneho kompaktu), ale v podobnej situácii sú aj finančné inštitúcie, ktoré sa snažia zbavovať rizikových aktív (napr. dlhopisy štátov), a tým si chrániť vlastný kapitál v prípade zhoršenej makroekonomickej situácie (oddlžovanie existujúcich objemov – *stock deleveraging*). Ak však snaha oddlžiť sa prebieha u štátov, bánk a zvyšku súkromného sektora *zároveň*, nutne to vedie k prepádu dopytu a prehĺbeniu recesie – aby sa udržala existujúca úroveň dopytu, štáty by museli naopak na seba nabrať vyššie bremeno dlhu, aby tak vyrovnali jeho klesajúcu úroveň u súkromných aktérov. Táto jednoduchá logika je jasná z rovnice identity národného príjmu ($HDP = C + I + G + NX$) – ak klesá hodnota ktorejkoľvek zo zložiek HDP a nekompenzuje ju nárast zvyšných zložiek, výsledkom je pokles národného príjmu, teda HDP. Teoreticky by bol možný rast cez čistý vývoz (NX) – avšak potenciál tejto zložky je v období celosvetovo slabého dopytu mimoriadne obmedzený a neschopný kompenzovať úbytok vo zvyšných zložkách národného príjmu (C, I, G).

3.2 NÁRAST DLHU AKO DÔSLEDOK PÔSOBNIA AUTOMATICKÝCH STABILIZÁTOROV

Z hľadiska krízy solventnosti má pritom akákoľvek recesia jasné a takmer okamžité dôsledky: vždy a zákonite spôsobuje na jednej strane výpadok v objeme vybraných daní a na strane druhej zase zvýšené sociálne výdavky. Znížené príjmy a zvýšené výdavky nutne pôsobia smerom k zvýšenému deficitu a následne i zvýšenému dlhu.

Samozrejme, tento efekt je absolútne predvídateľný – ba aby sme boli presnejší, keďže takéto výkyvy smerom k deficitu sa vyskytuje práve uprostred recesie, dane a sociálne výdavky dostali už dávno pomenovanie „*automatické stabilizátory*“, pretože svojím tlakom na deficit pôsobia proticyklicky. Je ľahké si odvodiť, že z rovnakých dôvodov totiž pôsobia uprostred konjunktúry smerom k rozpočtovému prebytku, čím zase zabraňujú prehrievaniu. V oboch prípadoch teda predstavujú automatický mechanizmus, ktorý prispieva k tlmeniu výkyvov hospodárskeho cyklu. (Pravdaže, v oboch prípadoch

doch môže okrem automatických dôsledkov pôsobiť aj politické rozhodovanie a výsledný efekt sa potom odvíja od oboch faktorov.)

Presne tento predvídateľný efekt sa skutočne s nástupom recesie vyskytol vo všetkých európskych krajinách. Samo o sebe by nešlo o žiadnu pohromu, ale – ako z už povedaného vyplýva – o blahodarný účinok pôsobenia automatických stabilizátorov. Ak by sa za normálnych okolností za pomoci ďalšej stimulácie bolo podarilo dostať ekonomiku na rastovú dráhu, dlh by opäť mohol začať klesať – jednak preto, že rast by zlepšoval pomer dlhu k HDP a jednak preto, že by sa dlh mohol splácať z rozpočtových prebytkov.

Okolnosti v eurozóne však nanešťastie normálne neboli. Ako sme už videli na začiatku, verejné dlhy stúpili vo všetkých jej pôvodných členských krajinách. Štáty, ktoré si na seba nabrali bremeno záchrany bánk, však boli obzvlášť postihnuté. To by vo všeobecnosti nemusel byť problém. Krajina s vlastnou menovou politikou v princípe nemôže zbankrotovať (ak sa tak sama nerozhodne), keďže teoreticky môže vždy splatiť svoj dlh prostým „natlačením peňazí“. Je samozrejme pravda, že tento postup by v konečnom dôsledku viedol k vysokej inflácii; no ide o iný druh rizika, ktoré je rozložené na oveľa širšiu skupinu, než sú len držiteľia dlhopisov. Z tohto dôvodu by ani dlh krajín s postihnutým bankovým sektorom nebol „privysoký“, keby sa nenachádzali v menovej únii. Stačí si len povšimnúť, že [na rozdiel povedzme od Španielska s dlhom vo výške 78,9 % HDP či Írska \(102,8 % HDP\) nemajú s financovaním svojich dlhov žiadny problém krajiny ako Spojené štáty \(98,8 % HDP\), Veľká Británia \(99,9 % HDP\), Singapúr \(110,2 % HDP\)](#) – ba napriek ustavičným pochmúrnym predpovediam sa ľahko dokáže financovať dokonca i Japonsko s dlhom vo výške 210,6 % HDP (údaje sa týkajú celkového verejného dlhu v roku 2011 a pochádzajú z [databázy OECD](#), s výnimkou Singapúru, pri ktorom ide o údaj pokrývajúci iba dlh ústrednej vlády a ktorý pochádza z [databázy Svetovej banky](#)).

Neúnosnosť dlhov v eurozóne nevyplýva, ako je to v prípade iných ťažkostí, ktoré jej existencia vyvoláva, nutne z povahy menovej únie ako takej. Problémom je jej konkrétne nastavenie. ECB nemá ani formálny, ani neformálny mandát konať ako veriteľ poslednej inštancie. Z toho vyplýva, že sa jednotlivé krajiny ani v najvyššej núdzi nemôžu spoľahnúť, že by centrálna banka nakúpila nové dlhopisy, ktorými by refinancovali tie staré – inými slovami, žiadne „tlačenie peňazí“ na umorenie dlhu nemožno automaticky očakávať.

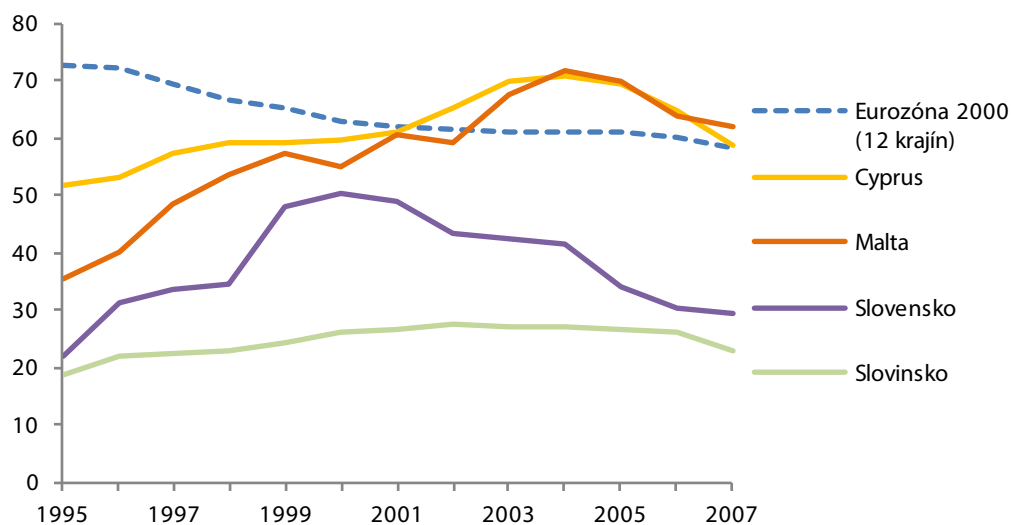
Túto realitu si uvedomujú tak jednotlivé krajiny, ako aj finančné trhy. Aj preto stúpali úroky programových krajín do neúnosných výšok a aj preto boli štáty v ťažkostiach nútené požiadať o medzinárodnú záchranu. Domáci verejný sektor jednoducho nebol schopný ťarchu kolabujúcich bánk uniesť. Preto namiesto domáceho verejného kapitálu musel napokon nastúpiť verejný kapitál medzinárodný (podrobnejšie v jednej z nasledujúcich kapitol).

3.3 NÁKAZA „NOVEJ“ EUROZÓNY

V roku 2012 sme boli svedkami rozšírenia krízy za hranice pôvodnej eurozóny z roku 1999 na nové členské krajiny, ktoré do nej vstúpili ku koncu nultých rokov nového storočia. Najnovšie bol o záchranu nútený požiadať Cyprus a rozšírené je očakávanie, že tak možno bude musieť urobiť aj Slovinsko. Ako zapadajú do nášho vysvetlenia krízy tieto dve krajiny? A čo to znamená pre ďalších dvoch členov eurozóny, ktorí do nej vstúpili na konci nultých rokov – Maltu a Slovensko?

Ak sa pozrieme na grafy verejných dlhov, respektíve deficitov platobnej bilancie, čaká nás už známy obraz. Ani jedna z týchto štyroch nových členských krajín nehromadila pred začiatkom krízy neúnosné dlhy. Dve z nich mali pred začiatkom krízy dlhy vo výške tesne nad maastrichtským kritériom 60 %, i keď trend bol klesajúci – no ani v tomto prípade neplatí, že by to boli presne tie dve krajiny, ktoré sa neskôr ocitli v problémoch. Naopak – dnešná problémová krajina Slovinsko mala po celé obdobie 1995-2007 v skutočnosti po Luxembursku druhý najnižší dlh z krajín rozšírenej eurozóny:

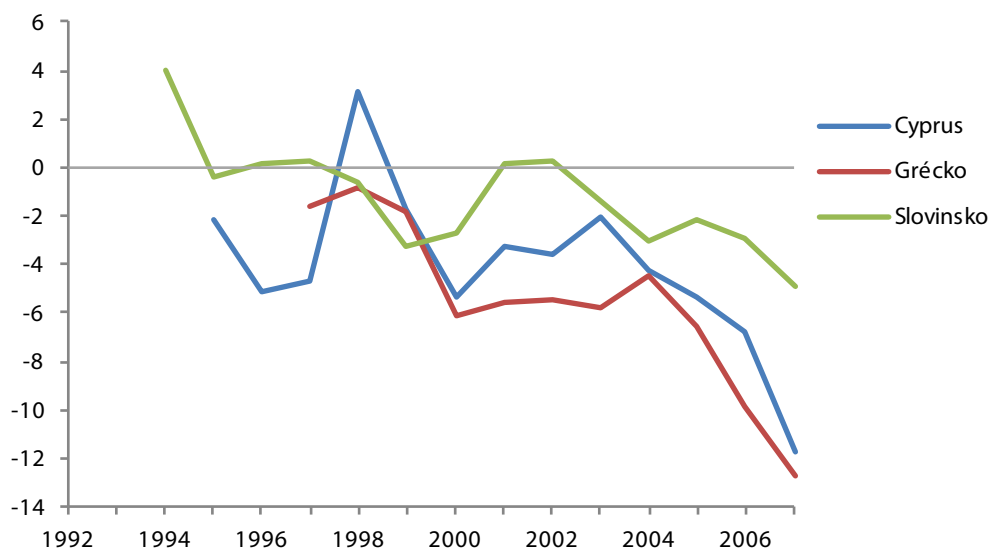
Graf 18: Verejný dlh Cypru, Malty, Slovenska a Slovinska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

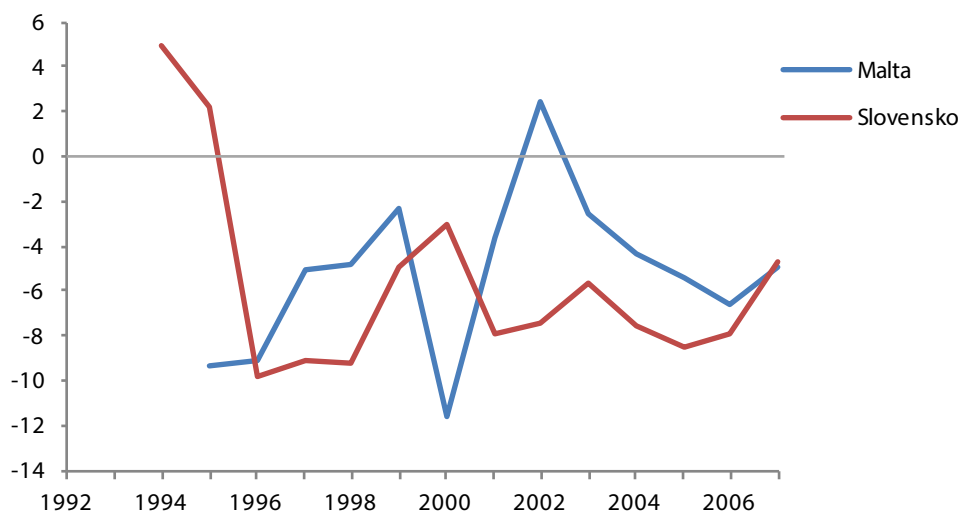
A opäť, rovnako ako v prípade pôvodných krajín platí, že lepší odhad toho, kto sa dostane do problémov, bolo možné urobiť si na základe dát o platobnej bilancii. V skutočnosti tento fakt ešte lepšie vyniká, ak si ich porovnáme s už známou problémovou krajinou:

Graf 19: Bežný účet + kapitálový účet platobnej bilancie Cypru, Grécka a Slovinska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

Graf 20: Bežný účet + kapitálový účet platobnej bilancie Malty a Slovenska v r. 1995-2007



Prameň: Eurostat

Je pravda, že ani Malta a Slovensko nevychádzajú na prvý pohľad ako krajiny, ktoré by žiadny problém s platobnou bilanciou nemali. Na rozdiel od ostatných štátov so zápornými bilanciami, kde sa vývoj uberal pomerne jednoznačne k stále hlbším deficitom, však Malta i Slovensko už pred krízou smerovali k náprave. Na druhej strane si však rozdiel medzi „postihnutými“ a zatiaľ „zdravými“ krajinami vyžaduje aj trochu bližšie vysvetlenie.

V prípade Cypru i Slovinska ide o už známy príbeh, s niekoľkými dodatočnými špecifikami. V oboch krajinách bola platobná bilancia záporná už od vstupu do mechanizmu výmenných kurzov ERM II. Rovnako u oboch pretavovali domáce banky zahraničné kreditné linky do domácich úverov, ktoré financovali stavebný a hypotekárny boom. Na Cypre i v Slovinsku realitná bublina po nástupe krízy spľasla – lepšie povedané, na stredomorskom ostrove ešte stála spľasina – čoho dôsledkom je rastúci objem zlyhaných pôžičiek. Z druhej strany pod vplyvom krízy začal tok úverov zo zahraničia klesať.

Známy špecificky cyperským problémom boli obrovské rozmery bankového systému v pomere k HDP. Vzhľadom na to bola [praskajúca realitná bublina](#) (napr. Richter 2011) pre krajinu obzvlášť nebezpečná. Druhým momentom, ktorý oprávňuje hovoriť v prípade Cypru o náказe, je fakt, že cyperské banky boli držiteľmi relatívne vysokého objemu gréckych dlhopisov – a tak výrazne utrpeli v dôsledku „zostrihu“ gréckeho dlhu (PSI).

Pokiaľ ide o Slovinsko, k jeho špecifickým problémom treba dodať, že ide o tradične exportne orientovanú ekonomiku. Preto bol dopad celoeurópskej recesie po roku 2008 obzvlášť tvrdý – prepád zahraničného dopytu slovinskú ekonomiku ťažko poznamenal a viedol k jednému z najväčších poklesov HDP v eurozóne: viac ako 10 %. Osobitným príťažujúcim faktorom bolo v prípade Slovinska to, že v období medzi rokmi 2005 a 2008 si lokálne banky začali brať extrémne veľa úverov zo zahraničných bánk a následne ich požičiavali domácim firmám. Výsledkom bola jedna z najväčších mier zadlženosti korporátneho sektora v rámci eurozóny (takmer 170 % HDP v roku 2008) a následne vysoká miera zlyhaných úverov a bankrotov. Prítok zahraničného kapitálu pred krízou okrem toho predstavuje pre Slovinsko obzvlášť veľký problém z toho dôvodu, že vytlačil ceny a mzdy na úroveň, ktorá je pre exportne orientovanú ekonomiku mimoriadne veľkou záťažou ([zdrojom spomínaných údajov o Slovinsku je Hugh 2012](#)).

Zo slovenského pohľadu sa samozrejme natiska otázka, prečo sa Slovensko obeťou krízy nestalo, keď prítok kapitálu môžeme badať aj u nás. Odpoveď sa zrejme skrýva v odlišnej podobe kapitálových tokov, ktoré prúdili k nám (a širšie do strednej Európy) a tými, ktoré sa objavovali v „južnom krídle“ eurozóny. Prítok kapitálu sa u nás prejavil najmä v podobe priamych zahraničných investícií

do produktívnych aktív a ako palivo pre realitnú horúčku začal fungovať až pomerne neskôr a kríza ho včas zastavila. V istom zmysle sme mali šťastie. „Zdvihnúť kotvy“ a odísť nie je pre veľké priemyselné podniky až také jednoduché, ako je pre zahraničné banky zatvoriť kohútiky kreditných liniek.

Aby sme však nepodliehali prílišnému sebauspokojeniu, treba zároveň dodať, že ani Slovensko nie je v tomto ohľade úplne bezrizikové. Riziko krízy platobnej bilancie predstavuje menová únia v jej súčasnej podobe i pre nás – i keď by sa to v porovnaní s postihnutými krajinami dialo pomalšie. Ak by veľké medzinárodné firmy dospeli k záveru, že bude lepšie od nás odísť, produktívne aktíva, ktoré by od nich kúpili domáci záujemcovia, by takisto viedli k odlivu kapitálu – totiž, v podobe zisku z predaja, ktorý by bol z krajiny vyvezený. Ak by sme si aj odmysleli pravdepodobný efekt v podobe poklesu zamestnanosti (keďže so stopercentným domácim využitím pôvodne zahraničných fabriek sa nedá rátať), tento vývoz kapitálu by nutne mal známe dôsledky: zhoršenie platobnej bilancie a pokles ekonomickej aktivity. Ak ďalej prirátame, že veľkú časť slovenského vývozu produkujú práve u nás usadené zahraničné firmy, postihol by nás tento úder dvojnásobne. Dôsledkom takéhoto odchodu by teda bola nielen recesia, ktorá je známym rizikom, ale aj podobné problémy bánk, aké môžeme dnes sledovať v periférnych krajinách – keďže objem exportu by klesol viac-menej nárazovo, no objem importu by sa v dôsledku neexistencie výmenného kurzu prispôboval iba veľmi pomaly.

4. DRUHÁ FÁZA: OD SÚKROMNÉHO KAPITÁLU K VEREJNÉMU

Krízou sužované ekonomiky mohli, respektíve môžu čerpať medzinárodný verejný kapitál troma spôsobmi:

- 1 Pôžičky zo záchranných fondov Európskej únie a Medzinárodného menového fondu (*Greek Loan Facility, European Financial Stability Facility, European Financial Stabilisation Mechanism* a od roku 2012 *European Stability Mechanism*);
- 2 Vymedzený nákup dlhopisov ohrozených krajín Európskou centrálnou bankou (*Securities Market Programme, Outright Monetary Transactions*);
- 3 Štandardné operácie Eurosystému na voľnom trhu (*Main Refinancing Operations* a *Longer-Term Refinancing Operations*) a núdzová likvidita z národných centrálnych bánk (*Emergency Liquidity Assistance*);

Zjednodušene povedané, úroveň financovania medzinárodnej investičnej pozície krajín európskej periférie tak ostáva bez radikálnych zmien, skôr sa mení pomer súkromného a verejného kapitálu vo finančnom účte platobnej bilancie (podrobnejšie popísané nižšie, pri Rovnici 1).

O záchranných fondoch a o skupovaní dlhopisov južných krajín Európskou centrálnou bankou na sekundárnych trhoch sa toho napísalo dosť a ich logika je pomerne priamočiara. V zásade sa európske inštitúcie snažia udržať finančnú stabilitu v eurozóne tak, že vynakladajú stovky miliárd eur na udržanie členských štátov na finančných trhoch (držia výnosy z ich dlhopisov pod kritickou hranicou cca. 7 %), resp. na ich podporu v prípade, že podmienky financovania dlhu sú na trhu neudržateľné.

Hoci prísun likvidity zatiaľ drží finančný systém pohromade a zabránil vyhláseniu platobnej neschopnosti ohrozených štátov, nedá sa s jeho účinkom počítať natrvalo a nerieši problém nesolventnosti. Po prvé, [EFSF v sebe obsahuje toxický prvok a potenciál šírenia nákazy](#) (Varoufakis 2011). Po druhé, intervencie na sekundárnych trhoch (okrem Eurosystému [ich môže realizovať aj ESM](#) – *Euro Area Summit Statement* 2012) v skutočnosti nefinancujú krajiny (hoci majú nepriamy pozitívny vplyv aj na úrokové sadzby na primárnych aukciách), ale iba slúžia na výmenu finančných záväzkov medzi protistranami. Veľkí investori ich môžu využiť na likvidáciu svojej finančnej pozície, ktorej by sa za normálnych okolností nevedeli zbaviť, keďže na trhu neexistuje protistrana schopná resp. ochotná nakúpiť takýto objem aktív. Verejné fondy (Eurosystém, EFSF, ESM) sa tak môžu stať odpadkovým košom pre investorov, ktorí sa snažia znížiť svoju expozíciu voči periférii. Zníženie výnosov z dlhopisov sa navyše môže obmedziť len na sekundárny trh a z dlhodobého hľadiska neadresuje problematiku refinancovania ohrozených štátov.

Každopádne sa ale doposiaľ menej pozornosti venovalo tretej zložke verejných kapitálových tokov do periférie. Aktuálne sa ukazuje, že poskytovanie likvidity z Eurosystému bankám z periférie naberá

na význame a zaujímavým spôsobom prenáša makroekonomické nerovnováhy eurozóny do platobného systému TARGET2.

4.1 ECB, EUROSYSTÉM A NÁSTROJE NA POSKYTOVANIE LIKVIDITY

ECB [disponuje](#) splateným základným imaním vo výške 7,53 mld. eur (ECB 2013a). Eurosystém, zložený z ECB a centrálnych bánk všetkých členských štátov eurozóny, [disponuje](#) kapitálom a rezervami 90,36 mld. eur (ECB 2013b). V súvislosti so štandardnými úverovými operáciami Eurosystému je dôležité uviesť, že hoci ich vykonáva priamo Európska centrálna banka, poskytnuté zdroje rozdeľujú priamo národné centrálné banky a v ich bilanciách sú aj zaznamenané. Podobne je to pri prípadných stratách z nesplatených úverov – tie by sa mali rozpočítavať na centrálnu banku Eurosystému podľa ich kapitálového podielu.

V decembri 2011 a vo februári 2012 sa ECB rozhodla reagovať na zhoršujúce sa podmienky financovania bánk. Realizovala dve mimoriadne operácie s úvermi v eurách s trojročnou splatnosťou (LTRO – Vause-von Peter-Drehmann-Sushko 2012). Zároveň ohlásila uvoľnenie podmienok centrálnych bánk Eurosystému na zábezpeky a na podiel minimálnych rezerv. Banky z eurozóny úverové linky využili a vyčerpali niečo viac ako 1 bilión eur. Najväčší podiel úverov smeroval do talianskych a španielskych bánk, ale sprostredkovane sa zlepšila situácia bánk aj v iných častiach EÚ. Grécke, írske a portugalské banky z programu LTRO na prelome rokov 2011-2012 príliš nečerpali. Už predtým si totiž požičali spolu 165 mld. eur a vyčerpali tak potenciál svojich zábezpek.

Okrem štandardných úverových operácií Eurosystému sa centrálnu banku v eurozóne môžu v krízových situáciách uchýliť k tzv. núdzovému poskytovaniu likvidity (ELA). K nej sa jednotlivé banky dostanú za zodpovedajúcu zábezpeku. Vo všeobecnosti sa tento nástroj má využívať iba v ojedinelých prípadoch bánk, ktoré si dočasne nevedia zabezpečiť likviditu na trhu alebo prostredníctvom štandardných monetárnych operácií. Zdroje poskytované v rámci ELA by nemali slúžiť ako monetárne financovanie – bolo by to v rozpore s článkom 123 ZFEÚ.

Medzi bežnými operáciami Eurosystému (MRO, LTRO) a nástrojom ELA je niekoľko zásadných rozdielov. Riziko nesplatenia v prípade prvých spočíva na Eurosystéme, zatiaľ čo v prípade ELA sú riziku vystavené národné centrálnu banky – alebo vzaté z opačnej strany, pri ELA dodáva likviditu do ekonomiky národná centrálna banka, kým pri MRO/LTRO ide o kroky Eurosystému, pri ktorých hrá národná centrálna banka iba úlohu sprostredkovateľa. Úrokové sadzby sú pri úverových operáciách Eurosystému spravídla nižšie než pri ELA. Najzásadnejším rozdielom sú však podľa všetkého rozdielne nároky na zábezpeku. V prípade ELA sú požiadavky na zábezpeku bánk menej prísne a rozhodujú o nich národné centrálnu banky. Osobitným problémom nástroja ELA je, že informácie o ňom nie sú bežne verejne dostupné – národné banky a Eurosystém nepublikujú systematické informácie o tom, ktoré banky núdzovú likviditu čerpajú, koľko sa jej poskytuje, či aká je kvalita zábezpek. Podľa predstaviteľov ECB je dôvodom snaha predchádzať neistote a panike na trhoch.

4.2 TARGET2

V súvislosti s krízou solventnosti v eurozóne sa pomerne často vyskytuje mylný pohľad na fungovanie platobného systému TARGET2. TARGET2 je mechanizmus prevádzkovaný Eurosystémom, ktorý slúži na hrubé vyrovnanie platieb v eurách v reálnom čase prostredníctvom bilancii centrálnych bánk. Tento platobný systém však nie je a zo svojej povahy ani nemôže byť zdrojom financovania, či aktívnym činiteľom reagujúcim na krízu solventnosti. Toky likvidity totiž iba zaznamenáva, žiadnu aktívnu úlohu pri ich tvorbe nehrá.

Cieľom systému je prispievať k integrácii a stabilite peňažných trhov v eurozóne. Zahŕňa nástroje pre optimalizáciu likvidity. Z hľadiska plynulého fungovania eurozóny je kľúčové, aby eurové bankové vklady v jednej krajine menovej únie mali rovnakú hodnotu ako vklady v hociktorej inej krajine eurozóny. Národné centrálnu banky preto musia prijímať vzájomné nároky, ktoré vyplývajú z cezhraničných finančných tokov. *Štylizovaný príklad bežného fungovania TARGET2: Komerčná banka zo Slovenska chce zaplatiť milión eur komerčnej banke v Taliansku. TARGET2 automaticky zaznamená mínus*

1 mil. eur na účte platiacej banky v NBS a rovnako veľký plus na účte prijímajúcej banky v Banca D'Italia. Platba talianskej centrálnej banky talianskej komerčnej banke, čiže pasívum v bilancii Banca D'Italia, sa kompenzuje jej aktívom voči NBS. Ku koncu dňa sa takéto záväzky a pohľadávky pomocou clearingového zúčtovania prenesú na ECB – to znamená, že Európska centrálna banka má teraz pohľadávku voči NBS a naopak zase záväzok voči talianskej centrálnej banke.

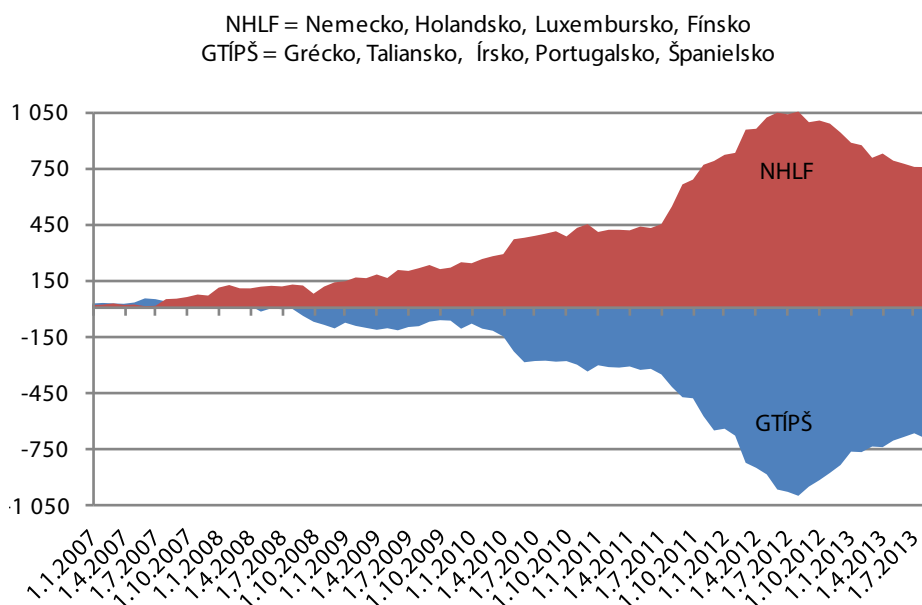
Z povahy tohto systému vyplýva, že záväzky a pohľadávky v rámci neho nepredstavujú „dlhy“ o nič viac, než sú „dlhmi“ záväzky centrálnych bánk v podobe rezerv, ktoré u nich majú uložené komerčné banky. Toto prirovnanie je pomerne presné, keďže pri cezhraničných transakciách súkromného sektora sú to práve rezervy komerčných bánk, ktoré cez TARGET2 „odtekajú“ do zahraničia. To však inými slovami znamená, že záväzky centrálnej banky iba zmenili formu – konkrétne sa premenili zo záväzku voči komerčnej banke na záväzok voči ECB.

Záväzky a pohľadávky v rámci TARGET2 sú teda iba zrkadlom, ktoré odráža odtok, resp. prítok likvidity z a do jednotlivých krajín eurozóny. Zmeny v bilancii TARGET2 zodpovedajú v podstate úbytkom, resp. nárastom devízových rezerv, ktoré by za ekvivalentných podmienok zaznamenávali krajiny s pevným výmenným kurzom a konštantnou úrokovou mierou.

V žiadnom, ani len obraznom zmysle slova preto nie je pravda, že by krajiny s čistými pohľadávkami v TARGET2 „financovali“ krajiny s čistými záväzkami. Už preto nie, lebo pôžička z krajiny s prebytkom kapitálu krajine s nedostatkom (či už súkromná, alebo pôžička centrálnej banky) by predstavovala odtok likvidity z prvej krajiny do druhej – a teda by bola v systéme zaznamenaná ako pokles čistej pozície prvej krajiny voči druhej, nie jej zvýšenie. Už vôbec nie je pravda, že by k niečomu takému mohol TARGET2 nejakú krajinu „nútiť“. Systém robí iba to, na čo bol vytvorený: zaznamenáva odtoky a prítoky likvidity. Ak sú teda v niečom tieto záväzky a pohľadávky problémom, potom v deflačných, respektíve inflačných tlakoch, ku ktorým by mohli viesť. Pretrvávajúce rozdiely medzi krajinami sú zároveň indikátorom makroekonomickej nerovnováhy, ako si čoskoro ukážeme. S dlhom a jeho financovaním však nemajú nič spoločné.

V ideálnom prípade, kedy by čisté záväzky/pohľadávky jednotlivých krajín v rámci TARGET2 oscilovali okolo nuly, by to znamenalo, že odtoky a prítoky likvidity sú pomerne vyrovnané. V praxi však vidíme, že úvery poskytované Eurosystemom prúdia cez TARGET2 viac menej jedným smerom – z jadra na okraj eurozóny.

Graf 21: Rast nerovnováhy medzi jadrom a perifériou eurozóny v platobnom systéme TARGET2 (mld. EUR)



Prameň: Institute of Empirical Economic Research, University of Osnabrück

Na jednej strane sú krajiny so záväzkami voči systému (*TARGET2 liabilities*; ich banky zaznamenali čistý odliv financií do zvyšku eurozóny) a na druhej strane sú krajiny s nárokmi voči systému (*TARGET2 claims*; ich banky zaznamenali čistý prítok financií). Banky na periférii eurozóny trpia výbermi a presunmi vkladov, poklesom hodnoty zábezpek (napr. pri hypotékach v dôsledku poklesu cien nehnuteľností), ale najmä čoraz nižšou ochotou bánk z centra eurozóny poskytovať úvery na refinancovanie. [Napríklad](#) nemecké banky v období od augusta 2008 do januára 2012 znížili svoje nároky voči zvyšku eurozóny o 320 mld. eur, pričom nároky na Bundesbank v rámci systému TARGET za to isté obdobie vzrástli o 390 mld. eur (Dullien-Schieritz 2012). Banky periférie eurozóny tak majú veľmi obmedzený prístup na medzibankový trh a čoraz viac využívajú financovanie centrálnych bánk.

4.3 O ČOM VYPOVEDAJÚ RASTÚCE NEROVNOVÁHY V TARGET2?

Rast záväzkov v TARGET2 sa často dáva do súvislosti s deficitmi bežných účtov problémových krajín. Treba však zdôrazniť, že úverové operácie Eurosystemu, ktoré sa odrážajú v rastúcich záväzkoch krajín periférie v systéme TARGET2, neslúžili na zvyšovanie deficitov bežných účtov v týchto ekonomikách. Naopak – boli a sú len zrkadlovým odrazom a kompenzáciou už spomínaného úbytku súkromných kapitálových tokov. Slúžili teda v skutočnosti na to, aby tlmili tlak na platobnú bilanciu v krajinách periférie menovej únie.

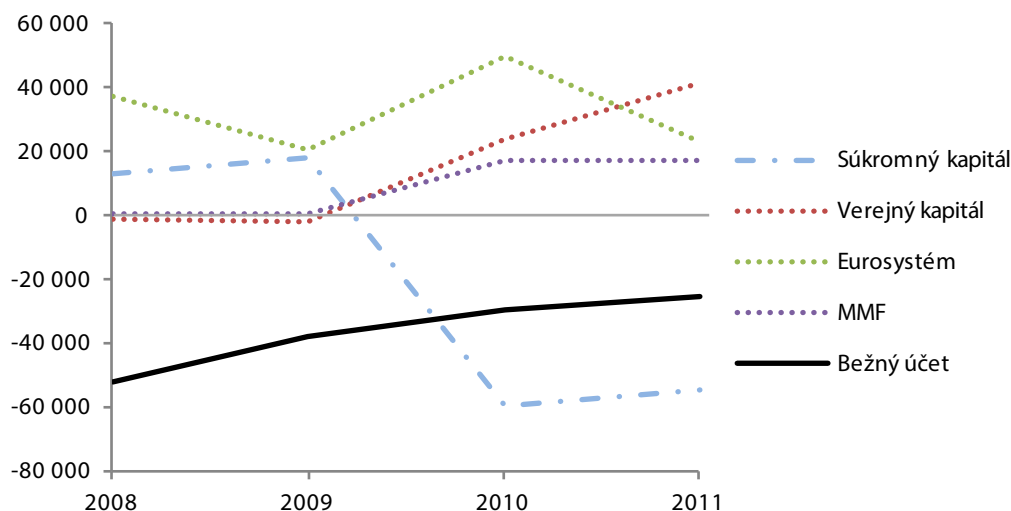
Túto tlmiacu funkciu mohol TARGET2 sprostredkovať iba vďaka existencii vyššie popísanej tretej vetvy záchranných operácií – pôžičiek Eurosystemu (najmä vo forme LTRO), respektíve národných centrálnych bánk (ELA). Keď boli domáce banky na periférii nútené sprostredkovať platby do zahraničia a nemohli sa už spoliehať na predkrízový medzibankový trh – keďže banky z jadra neboli viac ochotné poskytovať periférnym bankám úverové linky – boli to práve tieto pôžičky, ktoré im umožnili naplniť svoje funkcie. Situáciu približuje nasledovná rovnica.

Rovnica 1: Zahraničné financovanie bežného účtu štátov európskej periférie

Zahraničné finančné zdroje = ↓ toky súkromného kapitálu + ↑ oficiálna pomoc EÚ a EÚ + MMF + pôžičky Eurosystemu/NCB

Najprv krátke vysvetlenie účtovania v rámci platobnej bilancie: Dovoz do krajiny môže byť vyšší ako jej vývoz len vtedy, keď ho dokážu pokryť toky kapitálu zo zahraničia. Ak pre jednoduchosť odmyslíme úlohu kapitálového účtu, rezerv a chýb, deficit bežného účtu sa musí z definície účtovnej totožnosti rovnať prebytku na finančnom účte.

Graf 22: Vybrané ukazovatele platobnej bilancie Grécka v r. 2008-2011 (mil. USD)



Prameň: Medzinárodný menový fond

Pre konkrétne znázornenie sa pozrieme na platobnú bilanciu Grécka od prepuknutia krízy (Graf 4). Hneď pri pohľade na deficit bežného účtu vidíme jeho razantné skresanie z 51,3 mld. USD v roku 2008 na 29,2 mld. USD v roku 2011, pri ktorom kľúčovú úlohu zohralo najmä výrazné obmedzenie dovozu tovarov. Zároveň, zatiaľ čo v roku 2008 bola bilancia toku súkromného kapitálu v pluse 11,6 mld. USD, v roku 2011 zaznamenala mínus 55,2 mld. USD. Práve tento úbytok kompenzoval verejný kapitál zo záchranných fondov EÚ, MMF a pôžičky LTRO/MRO či ELA. Pomoc od eurozóny a MMF ani pôžičky komerčným bankám z Eurosystému a národných centrálnych bánk (LTRO/MRO a ELA) teda určite nesmerujú na podporu bežného účtu, ale v prvom rade vyrovnáva rapidný úbytok súkromného kapitálu. Kumulatívny stav za všetky štyri roky 2008-2011 vyjadruje nasledovná doplnená orientačná rovnica (neúplná ekvivalencia vyplýva z vynechania menej podstatných zložiek platobnej bilancie).

Rovnica 2: Deficit bežného účtu Grécka a jeho zahraničné financovanie (kumulatívne 2008-2011, mld. USD)

Deficit bežného účtu \approx toky súkromného kapitálu + oficiálna pomoc eurozóny (61,3) + MMF (27) + pôžičky Eurosystému/BoG (129,7)

- 147,3

- 85,3

+ 218

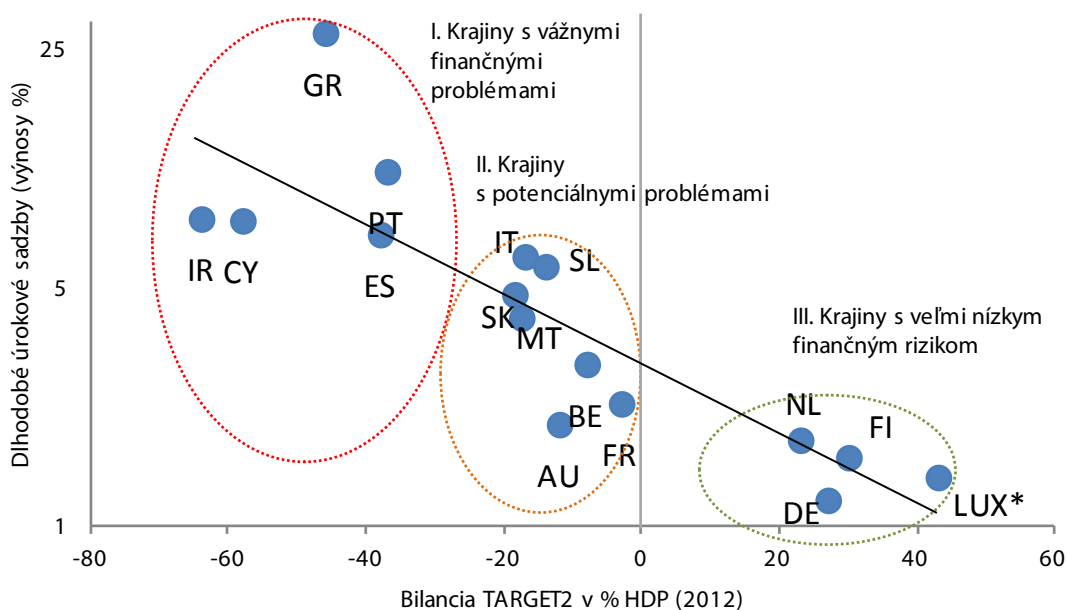
Napriek zlepšujúcemu sa trendu bola bilancia gréckeho bežného účtu počas všetkých rokov záporná a deficit dosiahol kumulatívne 147,3 mld. USD. Za rovnaké obdobie odtieklo z krajiny 85,3 mld. USD súkromného kapitálu. Túto súhrnnú stratu 232,6 mld. USD do značnej miery tlmili verejné kapitálové toky vo výške 218 mld. USD.

Prehľbujúce sa nerovnováhy v systéme TARGET2 sa často [interpretujú](#) tak, že sú rizikom pre krajiny s prebytkom likvidity (Sinn 2011). Hoci zvýšená expozícia centrálnych bánk krajín ako Nemecko, Luxembursko alebo Holandsko môže za istých okolností predstavovať problém, pôžičky Eurosystému či národných centrálnych bánk, ktoré vznik týchto nerovnováh umožnili, mali svoju celkom konkrétnu, hoci možno nezamýšľanú [funkciu](#) (Dullien-Schieritz 2012): Vďaka tejto nepriamej intervencii Eurosystému mohol finančný sektor spomínaných krajín hladko a bezbolestne stiahnuť svoje peniaze z periferie. Nebyť tlmiaceho efektu týchto pôžičiek, snaha zbaviť sa aktív na periférii by viedla k platobnej neschopnosti miestneho bankového sektora, k drastickému vyrovnaniu bilancie bežného

účtu a v konečnom dôsledku k znehodnoteniu aktív zahraničných bánk na periférii eurozóny. Úbytok súkromných kapitálových tokov a jeho kompenzácia verejnými tak *de facto* znamenal presun rizika z bilancii súkromného sektora najmä v centre eurozóny do verejného sektora celej menovej únie.

Zaujímavá je tiež súvislosť medzi národnými bilanciami v systéme TARGET2 a výnosmi z 10-ročných dlhopisov krajín eurozóny (Graf 5). Dá sa konštatovať, že situácia na medzibankovom trhu koreluje s výnosnosťou štátnych dlhopisov. Graf potvrdzuje úzku prepojenosť medzi bankovým sektorom a národným štátom. Obe premenné odzrkadľujú napätie, ktoré v súčasnosti panuje na finančnom trhu. Možno pozorovať zoskupovanie krajín podľa miery finančného rizika.

Graf 23: Korelácia bilancie TARGET2 a nákladov financovania dlhu



* Luxembursko sa svojou bilanciou v TARGET2 vo výške 282 % HDP nachádza v skutočnosti mimo záber grafu.

Pramene: ECB a Eurostat

5. TRETIA FÁZA: OD RECESIE EXOGÉNNEJ K RECESII POLITICKEJ

Napriek záchrannému programu sa kríza solventnosti nekončí, ale dokonca prehĺbuje a rozširuje. Dokonca možno tvrdiť, že samotný program namiesto záchranu recesiu ešte viac „politicky“ prehĺbuje. Povedzme si prečo.

Prvým kardinálnym problémom pomoci je, že pôžičky medzinárodného spoločenstva sú spojené s prísnu kondicionalitou. Tá predstavuje pre „zachraňované“ krajiny ten najhorší možný druh politiky, ktorý okrem iných dopadov je vyslovene kontraproduktívny aj čo sa týka údajného základného cieľa – totiž, redukcie dlhu.

Konkrétne, kondicionalita programu zaväzuje krajiny robiť reštriktívnu fiškálnu politiku uprostred recesie – teda konať procyklicky. Nie je žiadnym prekvapením, že táto politika vedie *k prehĺbeniu* recesie. Pomer dlh/HDP, ktorý vyjadruje schopnosť ekonomiky dlhy splácať, sa pritom zhoršuje nielen nárastom absolútnej hodnoty dlhu, ale aj poklesom HDP. Z toho vyplýva, že rozpočtové škrty sú v skutočnosti kontraproduktívne – ďalší pokles ekonomickej aktivity, ku ktorému vedú, znamená, že bremeno dlhu sa napriek zníženým deficitom opäť *zvyšuje* (technicky musí byť fiškálny multiplikátor väčší ako 1, čo však aj podľa samotného Medzinárodného menového fondu s veľkou pravdepodobnosťou na danú situáciu platí – [Blanchard-Leigh 2013](#); pozri aj [Hellebrandt 2013](#))

To vedie k opätovnému tlaku na ďalšie škrty, ďalší prepád aktivity, ďalšie zhoršenie dlhovej situácie – a tak ďalej v bludnom kruhu. V konečnom dôsledku nemôže tento reštriktívny prístup viesť k ničomu inému, než k neudržateľnosti celkového dlhu. Na tejto ceste si však krajina musí medzitým mnoho vytrpieť.

Osobitnou kapitolou sú v tomto ohľade „štrukturálne reformy“, po ktorých sa volá zo strany inštitúcií nezávisle od toho, či sa krajina zmieta v recesii alebo si užíva rast. Už preto sotva možno prijať, že by tieto reformy mali byť akýmsi riešením krízy. Často je toto slovné spojenie eufemizmom pre flexibilizáciu trhu práce, vrátane zvýšenej pružnosti miezd. Pravdaže, umožňovať zamestnávateľom ľahšie prepúšťanie a väčší tlak na mzdy *uprostred recesie* je iba receptom na jej prehĺbenie. Uľahčené prepúšťanie nepovedie k vyššej ochote zamestnávať, keď problémom je celkový nedostatok dopytu. Navyše zvýšené riziko nezamestnanosti vedie ľudí spravidla k väčšiemu sklonu sporiť si na zlé časy, čo oslabuje celkovú spotrebu. Zvýšená miera sporenia je pritom v takejto situácii kontraproduktívna, keďže zamýšľaných investícií je v situácii nedostatočného dopytu už aj tak príliš málo, aby dokázali vyčerpať zamýšľané úspory, čo opäť tlačí na pokles ekonomickej aktivity. K rovnakému dôsledku prispieva aj redukcia miezd, keďže ďalej oslabuje už tak nedostatočný agregátny dopyt. Skrátka, či už štrukturálne reformy majú nejaký význam zo všeobecného hľadiska, alebo nie, v prípade, že sa pod nimi skrýva flexibilizácia trhu práce, hospodársku recesiu a tým aj krízu solventnosti iba zhoršujú, nie zlepšujú. (Argumentáciu v tomto duchu prináša aj [Rodrik \(2013\)](#) a pre prípad nulovej dolnej hranice pre úrokové miery aj [Eggertson \(2013\)](#))

Druhým kardinálnym problémom programov pomoci je, že sú iba pôžičkami (hoci s lepším úrokom), nie transfermi. Z pohľadu veriteľských krajín možno ide o jedinú politicky schodnú možnosť. Napriek tomu si však treba povedať, že pôžičkový program môže poslúžiť iba dvom účelom. Na jednej strane presúva expozíciu voči riziku zo súkromného sektora na sektor verejný (GLF, EFSF, ESM; pôžičky MMF). Inými slovami, ide o skrytú formu záchrany bánk v jadre, ktorá „zachraňovanými“ krajinami iba preteká, ale v skutočnosti nepomáha riešiť ich problémy. Skôr naopak, ako sa k tomu dostaneme nižšie. Táto skrytá záchrana však znamená, že sa riziko presúva zo súkromných aktérov na plecia daňovníkov celej „nezachraňovanej“ eurozóny.

Pomoc pri riešení základného problému, ktorým je makroekonomická nerovnováha, teda zahraničná pôžičková pomoc neposkytuje. Druhým účelom, ktorý však naplniť dokáže, je jednoducho poskytnúť „zachraňovaným“ krajinám resp. eurozóne čas na riešenie problémov.

Rozpočtové transfery by mohli zohrať úlohu skutočnej pomoci, ak budú priamo naviazané na stav ekonomiky – napríklad v podobe programu európskej podpory v nezamestnanosti. Keďže takto by bola pomoc cielená priamo tam, kde je najviac potrebná, teda do krajín v recesii, tým, že by poskytla dno, pod ktoré by obyvateľstvo krajiny nemohlo klesnúť, by pomohla recesiu mierniť. Ako už bolo spomenuté, politicky sú takéto transfery zatiaľ vylúčené. Z ekonomického hľadiska by však boli jednoducho opodstatnené.

5.1 INTERNÁ DEVALVÁCIA, ČI VONKAJŠIA REVALVÁCIA?

Ak vychádzame zo základného predpokladu, že nemá dôjsť ku štátnemu bankrotu, ani k odchodu z eurozóny, potom sú prakticky iba dve možnosti, ako krízu platobných bilancií riešiť z dlhodobého hľadiska. Tou prvou je takzvaná „vnútorná devalvácia“. Tento pojem je určitým eufemizmom – v praxi znamená jednoducho *defláciu*, teda proces, pri ktorom ceny a mzdy v krajine postupne klesajú.

Deflácia však v praxi znamená recesiu. Skutočne, ťažko povedať, akým iným spôsobom by mohlo takéto prispôsobenie fungovať. Samotný odliv kapitálu, ktorý krízu solventnosti spôsobil, nedáva žiadnemu aktérovi deficitu platobnej bilancie dôvod na zmenu správania. Ceny exportu sa v dôsledku neho nemenia, rovnako ako ani ceny importu. Exportéri nemajú dôvod tlačiť na mzdy o nič

viac, než majú za každých okolností všetci zamestnávateľa. A zamestnanci exportného sektora zase nemajú nijaký dôvod akceptovať zníženie miezd.

Situácia je odlišná pri existencii vlastnej meny - pre jednoduchosť povedzme, že kurz je plávajúci (hoci nič významné by sa nezmenilo pri rozumne regulovanom pevnom kurze). Vtedy samozrejme odtok kapitálu znamená pokles dopytu po domácej mene, čo vedie k poklesu jej ceny, čo automaticky robí export v zahraničí lacnejším, čo automaticky vedie k expanzii exportného sektora. *Mutatis mutandis* pre importy, ktoré takisto automaticky poklesnú - obe strany, import i export, teda prispievajú k obnoveniu rovnováhy s existujúcim tokom kapitálu. Výmenný kurz je jednoducho priamou väzbou medzi tokmi kapitálu a exportu-importu.

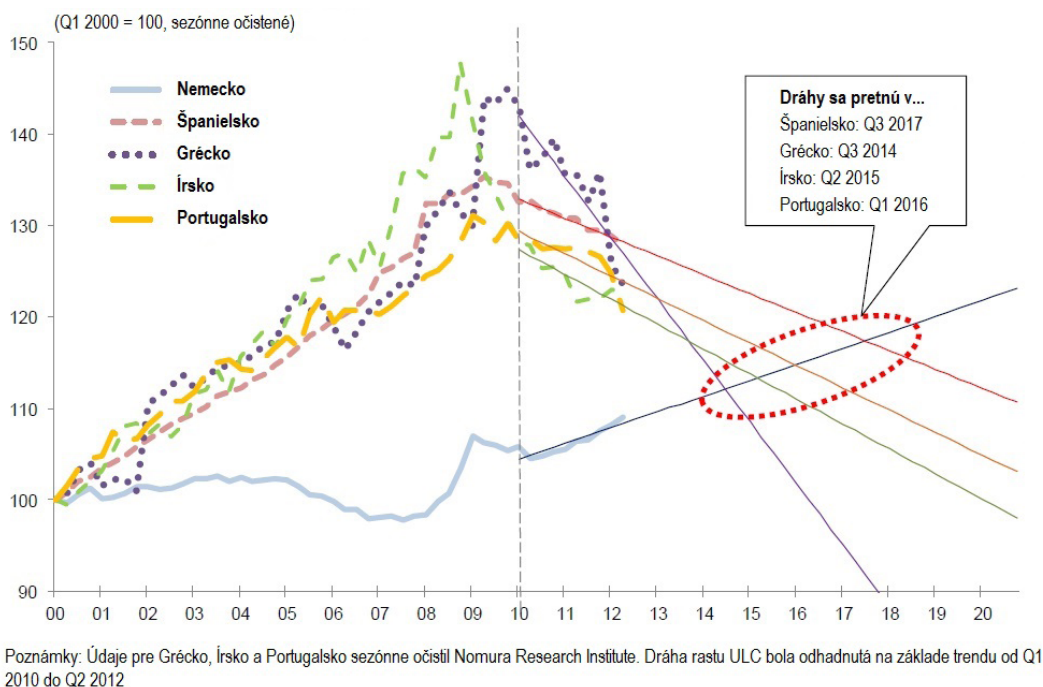
Kedže v menovej únii nemôže byť nástrojom prispôsobenia výmenný kurz, stáva sa ním úroveň ekonomického výstupu. Odtok kapitálu samozrejme znamená pokles ekonomických aktivít, ktoré dovtedy tento kapitál financoval. Inými slovami, má utlmujúci efekt na ekonomiku. Než však tento efekt „presiakne“ ekonomikou a ovplyvní čistý export, trvá to pomerne dlhý čas. Čo je však horšie, nie je ani nijako zaručené, že tento efekt bude dostatočný na to, aby k vyrovnaniu deficitu došlo.

Aby teda „vnútorná devalvácia“ prebehla v primeranom čase a mala dostatočný dopad, musí prispieť štát. Nástrojom, ktorým sa tento účel zvyčajne presadzuje, sú mzdy vo verejnom sektore. Za predpokladu, že existuje väzba medzi odmenami vo verejnom a súkromnom sektore, by sa na základe tohto kroku mali postupne znížiť mzdy v ekonomike ako celku, vrátane exportného segmentu, ktorý by tak mal získať znížené náklady a teda zvýšiť svoju konkurencieschopnosť.

Realitou ale je, že mzdy sú smerom nadol výrazne nepružné a dokonca i počas krízy klesajú len veľmi pomaly (koniec koncov, Keynes tento fakt pripomenul práve počas svetovej hospodárskej krízy).

Skúsenosti potvrdzujú tieto predpovede. Jednotkové náklady na prácu sa v porovnaní s Nemeckom skutočne v periférnych krajinách začali znižovať. No aby pomocou tohto procesu dosiahli požadovanú úroveň, museli by v ňom podľa odhadov Richarda Koo pokračovať do rokov 2014-2017:

Graf 24: Doterajší a predpokladaný vývoj jednotkových nákladov práce periférie a Nemecka



Prameň: Nomura Research Institute na základe dát ECB

Pravdaže, táto predpoveď predpokladá, že v Nemecku bude pokračovať mierny rast miezd, na čo sa nedá nutne spoliehať.

Práve tento prístup by však bol určitou alternatívou k „vnútornej devalvácii“ – bol by to spôsob, ako neklásť celé bremeno prispôsobenia len na periférne krajiny, ktoré koniec koncov boli len *jednou* z dvoch strán vnútroeurozónových tokov kapitálu a nerovnováh. Tou druhou boli práve krajiny, ktoré kapitál vyvážali – krajiny jadra všeobecne a Nemecko zvlášť.

Tento postup by sme v kontraste k „vnútornej devalvácii“ mohli nazvať „vonkajšou revalváciou“. Vyžadoval by si samozrejme okrem ochoty Nemecka podporiť mzdový rast takisto aj dynamicky uvoľnenejšiu politiku ECB – totiž, politiku, ktorá by pri mierne narastajúcej inflácii nezasiahla a neudusila revalváciu v zárodku. Pretože samozrejme rastúce mzdy v jadre infláciu nad cieľovú hladinu 2 % implikujú.

5.2 ÚLOHA FINANČNÝCH TRHOV

Jedným z dvoch hlavných dôvodov, prečo inštitúcie EÚ a jadro eurozóny tak nástoja na fiškálnej konsolidácii, je viera, že takáto konsolidácia stabilizuje podmienky – obnoví istotu a dôveru investorov, ktorí vďaka tomu svojou činnosťou obnovia rast. Zjavným problémom je, že ak konsolidácia prehlbuje recesiu, potom k žiadnej stabilizácii v skutočnosti nevedie.

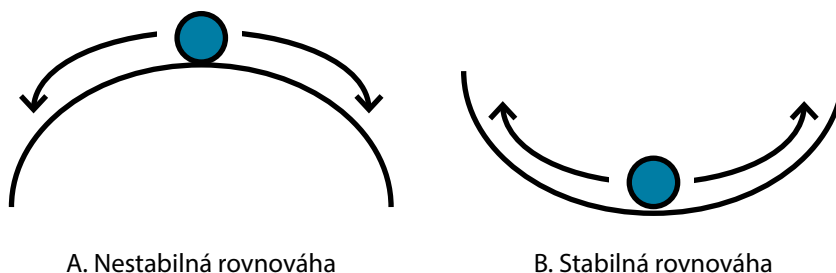
Napriek tomu však zostáva ešte druhý dôvod na konsolidáciu, ktorý síce tiež závisí od investorov, v tomto prípade však od tých na finančných trhoch. Ak finančné trhy vnímajú rast verejného dlhu ako neudržateľný, respektíve sa domnievajú, že narastá riziko takéhoto vývoja, potom úmerne tomu zvyšujú rizikovú prirážku na dlhopisy, čo riziko platobnej neschopnosti štátu ešte zvyšuje... a tak ďalej v bludnom kruhu. Hoci je to sčasti pravda, aj tu platí, že konsolidácia nedosahuje svoj cieľ, ak prispieva k prehľbovaniu recesie a teda sama riziko platobnej neschopnosti zhoršuje.

K tomu treba prirátat ešte špecifický charakter finančných trhov. Je všeobecne známe, že majú sklon k vysokým výkyvom, citlivo reagujú na každú novú informáciu a i za predpokladu individuálnej racionality investorov sú prvotné reakcie trhov na tieto nové informácie často prehnané ([Dornbusch 1976](#); [Rogoff 2002](#)). Svoju úlohu na druhej strane môže zohrávať aj to, čo John Maynard Keynes (1936) kedysi nazval „animálnou oduševnenosťou“ (*animal spirits*) investorov. Tento pojem vyjadruje nie prísne vzaté iracionálnu, ale jednoznačne mimoracionálnu tendenciu konať alebo nekonať, ktorú racionálne výpočty možno dopĺňajú, ale nenahrádzajú.

Za predpokladu takéhoto spontánneho popudu konať v citlivom a turbulentnom prostredí finančných trhov ľahko pochopíme, že tak, ako trhy pred začiatkom krízy riziko periférnych dlhopisov podceňovali, v súčasnej situácii ho zase preceňujú. Práve to však vedie k nebezpečenstvu „samonapĺňajúceho proroctva“: Prudké výkyvy v smere nedôvery voči týmto dlhopisom vedú k čoraz vyšším úrokovým nákladom a to môže skutočne ohroziť splateľnosť celkového dlhu. Treba poznamenať, že schopnosť splácať dlh v tomto prípade neovplyvňujú fundamentálne veličiny, ale prehnaná reakcia trhov.

Situáciu možno objasniť pomocou analógie s rôznymi podobami rovnováhy vo fyzike. Obrázok 3 spodobuje dva rôzne rovnovážne stavy s veľmi odlišnými vlastnosťami.

Obrázok 3.: Dva rôzne druhy mechanických rovnovážnych stavov



Akcelerácia pohybu smerom od rovnováhy je základnou charakteristikou nestabilného rovnovážneho stavu. Naproti tomu stabilný rovnovážny stav je charakteristický tým, že po vychýlení z rovnováhy sily pôsobia spätne, do rovnováhy.

V prípade finančných trhov a zadlžených štátov ide o nestabilnú rovnovážnu situáciu. Fundamentálne veličiny neodsudzujú nutne všetky periférne štáty na bankrot. Ich súčasná situácia by mohla byť udržateľná. No aj najmenší výkyv na finančných trhoch znamená, že úroky začínajú stúpať a riziko bankrotu sa na seba začína nabaľovať. [Výsledkom je práve akcelerujúci pohyb od existujúcej nestabilnej rovnováhy k rovnováhe stabilnej](#) – v konečnom dôsledku až k bankrotu. (K rovnakej hypotéze o viacerých možných rovnovážnych stavoch dospieva aj [Blanchard \(2013\)](#))

Indikátory recesie ako dôsledok fiškálnej konsolidácie vedú trhy k reakcii v tomto smere. Trhy by však nemuseli prijať ani správy o fiškálnej *expanzii*, pretože tá posilňuje riziko bankrotu z opačného konca. Pokiaľ teda ide o národnú úroveň jednotlivých štátov, trhy teda akoby mali dve protichodné želania zároveň: na jednej strane síce chcú vidieť rast, ktorý sa s fiškálnou konsolidáciou vylučuje – ale na druhej strane zároveň chcú, aby sa štáty vierohodne snažili znížiť svoj verejný dlh, čo zase podkopáva rast.

5.3 ŠTÁTNY BANKROT A ROZPAD MENOVEJ ÚNIE AKO PRETRVÁVAJÚCE HROZBY

Pretrvávajúce makroekonomické nerovnováhy v eurozóne, ktorých aktuálnu premenu dokladá rastúci nepomer v súvahe TARGET2, neutíchajúce problémy s verejným zadlžením a nápor na bilanciu Eurosystému svedčia o tom, že situácia je čoraz vážnejšia. Zlomovým bodom môže byť akýkoľvek nepriaznivý hospodársky, finančný, politický alebo sociálny otras, hroziaci najmä v periférnych členských štátoch.

Východiskovým predpokladom je, že verejný dlh je v kríze najviac zasiahnutých štátoch s pomerne veľkou pravdepodobnosťou neudržateľný. Reálne teda hrozí riziko štátneho bankrotu. Ten však ešte automaticky neznamená odchod z eurozóny. Neschopnosť splácať dlhy sama o sebe krajinu nenúti prestať emitovať eurá a začať tlačiť vlastnú menu. Exit môže nastať jedine v prípade, že by naň na strane eurozóny alebo ohrozenej krajiny existovala politická vôľa. Odchod hociktoej krajiny z menovej únie sa de facto rovná jej rozpadu. Upozorňujeme, že rozpad eurozóny je z viacerých hľadísk vysoko nežiaduci scenár a podľa nášho názoru teda aj scenár nepravdepodobný. Keďže ho však nemôžno úplne vylúčiť, treba sa ním aspoň v skratke zaoberať.

Bez závažných dôvodov nemožno žiadnu členskú krajinu z eurozóny vylúčiť – nielen právne, ale predovšetkým politicky. Na druhej strane, môžu nastať také podmienky, že krajina bude môcť jedine buď sama odísť, alebo tak závažne porušiť pravidlá EÚ alebo eurozóny, že sa jej vylúčenie stane politicky možným až nevyhnutným. V tomto prípade by šlo o tvrdú formu exitu. Dobrovoľný odchod z vlastného rozhodnutia je málo pravdepodobný. Teoreticky ho možno dosiahnuť dohodou, ak by sa krajine výmenou za exit ponúkla dostatočne motivujúca protihodnota. V tomto prípade by šlo o mäkkú formu exitu.

Za týchto predpokladov možno ponúknuť tri ilustratívne scenáre, ako by k exitu mohlo dôjsť:

a) Vynútený odchod (tvrdý bankrot a tvrdý exit)

Vláda nesolventnej krajiny vyhlási neschopnosť splácať časť dlhu či jeho celkový objem. Následný prudký nárast neistoty až panika vyvolá nájazd na jej banky a pripraví ich aj o existujúce zvyšky likvidity. Bankrot bánk donúti vládu pozastaviť ich činnosť a naliehavo sa zaoberať ich reštrukturalizáciou a rekapitalizáciou. V tomto okamihu bude kľúčové, ako sa zachová Európska centrálna banka (ECB), respektíve aké politické rozhodnutie ohľadom zotrvania danej krajiny v eurozóne padne v pozadí. Ak bude politická vôľa krajinu v menovej únii udržať, ECB môže procesu záchranu/obnovy národného bankového sektora napomôcť. Naproti tomu ak bude politickou preferenciou odchod danej krajiny, ECB nielenže pri záchrane nepomôže, ale môže zamedziť schopnosti národnej centrálnej banky naliať likviditu do bánk pomocou núdzových pôžičiek (*Emergency Liquidity Assistance*).

b) Odchod dohodou (mäkký exit a mäkká reštrukturalizácia dlhu)

Ohrozený členský štát a ostatné krajiny eurozóny dospejú k dohode, ktorá bude obsahovať tri kľúčové body:

1. Daný členský štát začne tlačiť vlastnú menu

2. Časť či celkový objem dlhov v eurách voči medzinárodným (najmä verejným) veriteľom sa prekonvertuje na dlhy v novej národnej mene
3. Na schopnosť národnej centrálnej banky emitovať ďalšie eurá sa uvalí (dočasné) moratórium

Keďže hodnota novej národnej meny začne po jej emisii prudko klesať, dohoda sa bude rovnať nepriamej, „mäkkej“ reštrukturalizácii skrz devalváciu. Obíde sa takto však potreba odpúšťať dlhy explicitne a formálne, čomu stoja v ceste politické a právne prekážky. Exit bude mäkký v tom zmysle, že euro môže popri národnej mene naďalej zostať v danom štáte legálnym platidlom a národná centrálna banka môže zostať súčasťou systému TARGET2. De facto sa však krajina ocitne v polohe podobnej štátom ako Čierna Hora – bude euro používať, ale nebude ho môcť vydávať, ani sa podieľať na menovej politike eurozóny. Infraštruktúra však zostane zachovaná pre jeho možný neskorší návrat (po prípadnom zrušení moratória).

c) Dobrovoľný odchod (tvrdý exit a mäkký bankrot)

Pri tomto scenári k vyššie opísanej dohode nedôjde a ohrozená krajina v snahe zbaviť sa dlhov môže podniknúť spomínané kroky jednostranne: Začne tlačiť vlastnú menu a jednostranne vyhlási, že eurové dlhy bude odteraz splácať v novej mene. K formálnemu bankrotu nedôjde, keďže podobne ako v predchádzajúcom scenári krajina zníži hodnotu dlhu devalváciou meny; exit by však v tomto prípade bol tvrdý.

Za najzávažnejšie riziko bankrotu alebo exitu ktoréhokoľvek členského štátu eurozóny považujeme zrušenie voľnej zameniteľnosti (fungibility) eur. Aj vkladatelia vo zvyšných krajinách eurozóny, najmä jej periférie, by totiž po prvom precedense reálne počítali s možnosťou prekonvertovania eura do novej štátnej meny. Táto obava je prítomná aj teraz, ale exitom ktorejkoľvek krajiny by sa výrazne zosilnili snahy presunúť väčšinu depozitov do bezpečnejšieho zahraničia – mohlo by prísť až k systémovému nájazdu na bankové sektory vo viacerých krajinách.

Popri nájazdoch na banky by tiež rástla neistota na finančných trhoch, štáty by museli zachraňovať ohrozené banky, zdražovalo by sa financovanie štátneho dlhu a aj ostatné štáty periférie by s najväčšou pravdepodobnosťou upadli do platobnej neschopnosti. Začarovaný kruh nájazdov na banky a obáv zo štátnych bankrotov by postupne znefunkčnil finančný systém v celej EÚ a to by malo veľmi negatívny a ťažko vyčísliteľný dopad aj na reálnu ekonomiku s presahom na globálny finančno-hospodársky systém. Zďaleka nemožno vylúčiť pomerne [katastroficky znejúce scenáre \(Korowicz 2012\)](#), ako napr. znefunkčnenie platobných systémov, či výpadky v dodávkach potravín a vo výrobe, to všetko v priebehu dní resp. týždňov a s nezvratnými dôsledkami.

6. PROBLÉMY A ODPORÚČANIA

Z predchádzajúcej analýzy vyplýva, že kríza solventnosti v eurozóne nespočíva primárne v rozpočtovej nezodpovednosti, a preto riešenia, ktoré sa zameriavajú prevažne na ňu, nebudú schopné krízu vyriešiť. Skutočné okruhy problémov, v približnom poradí od bezprostredných a akútnych až po dlhodobé a štruktúrne – pričom viaceré sa zároveň v skutočnosti prelínajú – sú na základe doterajšej analýzy tieto:

- *Udržateľnosť existujúceho verejného dlhu*
- *Mandát ECB, menová politika a pasca likvidity*
- *Nestabilita bankového sektora*
- *Hospodárska stagnácia*
- *Makroekonomické nerovnováhy*
- *Nedostatok tlmiacich mechanizmov*
- *Nekontrolované a zle alokované toky kapitálu*
- *Erózia rozpočtovej bázy*

V nasledujúcej časti predstavujeme stručné odporúčania, ako rámcovo adresovať uvedené problémy.

6.1 UDRŽATEĽNOSŤ EXISTUJÚCEHO VEREJNÉHO DLHU

Základným a najnaliehavejším problémom je samozrejme verejný dlh, ktorý u viacerých krajín eurozóny spôsobuje nutnosť vydať sa na milosť a nemilosť medzinárodným veriteľom. Pritom až na výnimku Grécka ide o krajiny, ktoré jednoducho nemožno obviňovať z rozpočtovej nezodpovednosti – často naopak hospodárili výslovne konzervatívne. Vzhľadom na prehlbujúcu sa recesiu, ako i labilný charakter finančných trhov, sa nebezpečenstvo špirály vedúcej k bankrotu a prípadne až k odchodu z eurozóny nedá vylúčiť.

Ako sme naznačili v časti o úlohe finančných trhov, pokiaľ ide o ich dôveru, na národnej úrovni sa v priestore definovanom na jednej strane fiškálnou politikou a na druhej strane úrovňou HDP skutočné riešenie zrejme nenachádza. Fiškálna konsolidácia v čase všeobecného prepadu dopytu podkopáva rast a s ním schopnosť ekonomiky splácať dlhy, ale fiškálny stimul zvyšuje úroveň verejného dlhu. Finančné trhy vnímajú oba varianty fiškálnej politiky negatívne.

Riešením, ktoré by tlaky finančných trhov zásadným spôsobom eliminovalo, by boli spoločné európske dlhopisy. Tie možno [dizajnoviť](#) tak, aby nepodporovali morálny hazard – štáty by si napr. cez ne mohli požičiavať iba do výšky 60 % HDP, čo je hranica takpovediac legitímneho dlhu podľa Paktu stability a rastu (Varoufakis-Holland-Galbraith 2013). Takisto sa možno postarať o to, aby nešli na úkor štátov jadra eurozóny – za dlhopisy by totiž neručili jednotlivé členské štáty, ale ich emitent ECB. Konzervatívnejšou a politicky priechodnejšou alternatívou by mohlo byť zavedenie spoločných európskych pokladničných poukážok – [napr.](#) so splatnosťou jeden rok a do výšky 10 % národného HDP. Pravdaže, otázka dlhopisov i poukážok naráža na politiku, resp. mandát emitenta, teda ECB (viď nižšie).

Ďalšími očividnými možnosťami riešenia nadmerného zadlženia, i keď oveľa menej príťažlivými ako spoločné európske cenné papiere, sú odpis či prinajmenšom reštrukturalizácia dlhov. Treba poznamenať, že ani v prípade úspešného zavedenia eurodlhopisov nie je odpis časti dlhov či ich reštrukturalizácia v niektorých prípadoch (najmä v prípade Grécka) ani zďaleka vylúčená.

Výšku verejného dlhu ovplyvňuje aj metodika jeho vykazovania. Pri posudzovaní fiškálnej disciplíny by sa napríklad nemalo dbať len na nominálne ciele, ale skôr by sa mala zohľadňovať aj kvalita účel výdavkov (je zásadný rozdiel medzi produktívnou verejnou investíciou a bežnou spotrebou). Z hľadiska umožnenia proticyklickej politiky (napr. vo forme pôsobenia automatických stabilizátorov) by ďalej bolo osožné dávať čoraz väčší dôraz na štrukturálne (cyklicky očistené) rozpočtové indikátory na úkor nominálnych. No a v neposlednom rade je pri hodnotení rozpočtovej disciplíny relevantnejší čistý dlh a nie zaužívaný (maastrichtský) hrubý dlh. Z hľadiska štátov, ktoré poskytujú postihnutým krajinám eurozóny pomoc, je bizarné, ak náklady spojené so záchranou prirátajú v štatistikách maastrichtského dlhu rovnako, ako iné, aj výrazne menej kvalitné výdavky (v procedúre nadmerného deficitu prišlo k úprave a náklady na záchranu sa pre jej účely do deficitu a dlhu nezapočítavajú, pre maastrichtský dlh ale takáto úprava neplatí).

6.2 MANDÁT ECB, MENOVÁ POLITIKA A PASCA LIKVIDITY

S udržateľnosťou dlhu je v praxi úzko spojená aj úloha Európskej centrálnej banky. Konkrétne si stabilizácia situácie na finančných trhoch vyžaduje, aby sa ECB stala formálne či neformálne jasným veriteľom poslednej inštancie. Problém periférnych krajín totiž možno charakterizovať aj tak, že vstupom do menovej únie stratili nielen „záštitu“ v podobe výmenného kurzu a možnosť stanovovať si vlastné úrokové miery – ale aj možnosť využiť v prípade nutnosti svoju centrálnu banku ako zdroj poslednej záchranu.

Ak sa má kríza naozaj skončiť, z hľadiska „animálnej oduševnenosti“ investorov je nejaký krok v tomto smere absolútne nevyhnutný. Práve toto je riešenie v „treťom rozmere“, ako sme ho spomínali v časti o charaktere finančných trhov. Ak trhy nedokáže uspokojiť ani rozpočtová konsolidácia, pretože ničí hospodársky rast, ale ani priama fiškálna stimulácia, pretože hromadí verejný dlh, potom jediným prostriedkom, ako si zabezpečiť ich pokoj, musí byť práve menová politika. Konkrétne vo forme deklarácie, že v prípade najvyššej núdze sa ECB podujme na monetárne financovanie dlhu. Nepriamou formou by boli garancie pre európske dlhopisy, ako sme to spomenuli v predchádzajúcej

časti. Oboje by si však vyžadovalo zmenu mandátu ECB po vzore americkej Federal Reserve – aby sa úroveň zamestnanosti pre ňu stala rovnocenne dôležitým cieľom, ako je cenová stabilita v eurozóne.

Tento krok môže pôsobiť zdanlivo radikálne, ale v skutočnosti nutne vyplýva z logiky vecí. Nestabilný rovnovážny stav možno stabilizovať jedine tak, že sa vytvorí kredibilná hrádza voči výkyvom. Pokusom v tomto smere bolo vytvorenie ESM, lenže žiadna inštitúcia s konečnou (v prípade ESM navyše nevelkou) kapacitou túto úlohu splniť nemôže. Jedinou možnosťou teda ostáva jasná deklarácia neobmedzenej podpory zo strany Európskej centrálnej banky. Elegancia takéhoto vyhlásenia pritom tkvie v tom, že akonáhle ho táto inštitúcia urobí, s pravdepodobnosťou blízkou istote nikdy nebude odskúšané v praxi. Uveriteľná absolútna hradba voči prípadným útokom totiž znamená, že takéto útoky racionálny aktér nepodnikne a tak jednoducho asi ani nikdy neprídu.

Krokom smerom k statusu ECB ako veriteľa poslednej inštanície bolo ohlásenie programu OMT (*Outright Monetary Transactions*). Jeho limitom je však politická kondicionalita, ktorá predstavuje prvok neistoty a v praxi znamená otvorenosť otázky, či ECB zasiahne alebo nie. Napriek očividnému upokojujúcemu vplyvu OMT na finančné trhy teda tento program nepredstavuje absolútnu deklaráciu, a preto má jeho kredibilita svoje limity. Ako bolo uvedené vyššie, väčšina postihnutých krajín sa nachádza v pasci likvidity – teda ani nulové úrokové sadzby nepostačujú, aby pritiahli pozornosť podnikov a domácností. Nič na tom nezmení ani prípadná nekonvenčná politika typu kvantitatívneho uvoľňovania. No hoci uvoľnená menová politika sa sama o sebe nemôže postarať o obnovu rastu, je dôležitá, aby poskytla priestor pre revalváciu v jadre – teda zvyšovanie miezd v Nemecku. Škrtiaca menová politika by tomuto procesu samozrejme bránila.

6.3 NESTABILITA BANKOVÉHO SEKTORA

Pre fungovanie hospodárstiev je kľúčové obnoviť normálne úverovanie reálnej ekonomiky a fungovanie medzibankového trhu. Predpokladom fungovania medzibankového trhu je dôveryhodnosť bánk a dôvera medzi nimi. Prekážkou pri dosiahnutí tohto cieľa sú zlé úvery v bilanciách bánk. Banky preto treba od pochybných aktív očistiť a – v prípade nutnosti – pristúpiť k ich rezolúcii a rekapitalizácii.

Tento proces sa v Európe už čiastočne začal. V roku 2012 začala naberať kontúry smernica, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností (BRRD) – smernica by sa mala vo všetkých členských štátoch EÚ začať aplikovať od začiatku roka 2015. Osobitne na úrovni eurozóny sa súbežne začal proces budovania tzv. bankovej únie. Vzhľadom na nadnárodné pôsobenie mnohých bánk v eurozóne a ich systémový význam pre stabilitu menovej únie by mala efektívna banková únia pozostávať zo spoločného bankového dohľadu a z pravidiel na ozdravenie bank vrátane jednotného fondu na riešenie krízových situácií bánk.

Nové nariadenie o ECB v priebehu rokov 2013-2014 postupne do praxe zavádza spoločný dohľad nad bankami pod kuratelou ECB, teda tzv. prvý pilier bankovej únie. Predtým, než ECB preberie dohľad, tak v priebehu roka 2014 komplexne posúdi situáciu v bankách – ich rizikovosť a kvalitu ich aktív, a v spolupráci s EBA ich podrobí záťažovým testom. V prípade identifikácie nedostatku kapitálu budú musieť banky získať kapitál na finančných trhoch. Ak to nebude stačiť, mali by byť k dispozícii zabezpečovacie mechanizmy na národnej úrovni, resp. ako posledná inštanícia obmedzené zdroje z ESM.

Druhý pilier bankovej únie, teda spoločný systém rezolúcie, je predmetom dvoch návrhov (smernica BRRD na úrovni EÚ, resp. návrh Jednotného rezolučného mechanizmu na úrovni eurozóny s možnosťou pre ostatné členské štáty sa dobrovoľne pripojiť). Oba sa snažia minimalizovať náklady na záchranu bánk z verejných rozpočtov, keďže tie boli po prepuknutí krízy enormné (priame injekcie a záruky vlád boli v období medzi októbrom 2008 a 2011 podľa EK 4,5 bilióna eur). Spoločná európska rezolúcia predpokladá zapojenie súkromného sektora cez *ex-ante* (teoreticky i *ex-post*) plnenie rezolučných fondov resp. spoločného rezolučného fondu, cez krytie nákladov rezolúcie z vlastných zdrojov resp. zo zdrojov akcionárov a veriteľov (tzv. *bail-in*).

Najproblematickejším bodom bankovej únie je rozpočtové krytie (*public backstop*) kapitálových potrieb bánk v prípade, že súkromné zdroje nebudú stačiť. Táto situácia môže nastať už v roku 2014 pri čistení toxických aktív z minulosti (tzv. *legacy assets*) po spomínanom komplexnom hodnotení bánk, keď ECB bude preberať dohľad. Rovnako môže nastať hocikedy počas plnenia európskeho rezolučného fondu (ten by mal byť súčasťou Jednotného rezolučného mechanizmu) alebo aj po jeho naplnení.

Ak sa takéto výpadky kapitálu budú kryť z národných verejných zdrojov, nepreruší sa začarovaný

kruh medzi národnými štátmi a bankami, a tým sa nedosiahne hlavný cieľ bankovej únie. Na druhej strane pod vplyvom uspokojenia z dočasne pomerne pokojnej situácie na finančných trhoch (v reakcii na oznámenie ECB ohľadom OMT) a z národných politických dôvodov však zároveň čoraz viac badať odstredivé tendencie a odpor voči centrálnej povahe bankovej únie, špecificky voči mutualizácii z nej vyplývajúcich finančných záväzkov. Tento vývoj je z hľadiska zabezpečenia stability bankového sektora v eurozóne nebezpečný.

Z hľadiska stabilizácie bankového sektora v eurozóne je kľúčové, aby sa vyčistili bilancie bánk, aby sa to udialo s maximálnou účasťou súkromného sektora, ale aby tento proces bol zabezpečený uveriteľnou spoločnou fiškálnou kapacitou (ESM alebo iný spoločný fond). Ako inšpirácia môže slúžiť aj americký program TARP, kde sa rekapitalizácia realizovala výmenou za verejný podiel v zachraňovaných finančných inštitúciách, a kde je realistická perspektíva, že tento program nebude stratový. Takýto model by prispel k legitimitate bankovej únie a oslabil obavy členských štátov, že europeanizácia bankového sektora bude pre ne nákladná.

6.4 HOSPODÁRSKA STAGNÁCIA

Ukončiť stagnáciu v Európe nebude ani zďaleka ľahkou úlohou. Ak existuje tendencia k súvahovej recesii, potom nás čaká ešte veľmi dlhé obdobie, počas ktorého firmy nebudú mať veľkú chuť požičať si a investovať.

Pri nedostatku ochoty súkromných aktérov investovať je potrebné, aby na seba bremeno podpory rastu prebral štát – čo znamená, že je nutné pozastaviť politiku fiškálnej úspornosti. Ani pri tej najlepšej vôli nemá takáto politika zmysel, ak sa aplikuje na celú eurozónu. Keby sme totiž rovno pripustili, že krajiny s dlhovými problémami sa určitej úspornosti vyhnúť nemôžu, stále platí, že im výrazne škodí, ak sa politika škrtovej a teda utlmovanej dopytu aplikuje aj na krajiny, ktoré pre nich predstavujú potenciálne zahraničné trhy.

V skutočnosti nemá politika škrtovej zmysel ani na periférii samotnej, keďže prehľbuje bremeno dlhu hneď dvoma spôsobmi: na jednej strane tlačí periférne krajiny hlbšie do recesie a na druhej vedie k deflácii, ktorá ešte zvyšuje bremeno ich dlhov.

Obnova rastu si v súčasnej situácii vyžiada oveľa radikálnejšie opatrenia. Richard Koo napríklad tvrdí, že keď sa v podobnej situácii ocitlo Japonsko, v priebehu rokov 1995-2005 vynaložila japonská vláda na fiškálny stimul až 460 miliónov jenov, teda približne 3,6 bilióna eur, čo predstavuje 92 % HDP. Vďaka tomu však zároveň vláda zachránila v priebehu daného desaťročného obdobia vyše 2000 miliónov jenov – o toľko by bola bývala ekonomická aktivita nižšia za optimistického predpokladu, že by sa HDP vrátil na úroveň pred vznikom bubliny (Koo 2011, str. 23). Investičný program podobného rozsahu je na európskej úrovni samozrejme vylúčený, pokiaľ by mal byť financovaný jednotlivými štátmi. Z toho vyplýva potreba nového, spoločného dlhového nástroja – konkrétne druhej formy eurodlhopisov, takzvaných rastových. Opäť to súvisí so zmenou mandátu ECB, keďže tá by ich musela garantovať podobne, ako Bank of Japan garantuje dlhopisy japonskej vlády. Verejné dlhopisy vždy musia byť kryté buď fiškálnou, alebo menovou politikou – teda spočívať buď na schopnosti štátu zdaňovať svojich občanov, alebo na jeho schopnosti vydávať vlastnú menu. Keďže eurodlhopisy žiadnou centrálnou mocou zdaňovať kryté nebudú, zostáva v hre len druhá možnosť.

V skutočnosti by však nutnosť „tlačiť peniaze“ na vykrytie celounijných či eurozónových dlhopisov veľkou pravdepodobnosťou nebola nikdy využitá. Realitou totiž je, že v čase súvahovej recesie sú úrokové miery nízke nielen vďaka krokom centrálnych bánk. V dôsledku všeobecnej snahy zbaviť sa dlhov je na finančných trhoch prebytok likvidity. Práve preto si aj vysoko zadlžené štáty, ako je Japonsko, či v menšej miere USA, ktoré ovládajú vlastnú menu, požičujú v súčasnosti na týchto trhoch za rekordne nízke úroky. Eurozóna ako celok by si mohla ako kvázi-štát, ktorý tiež ovláda vlastnú menu (za kľúčového predpokladu zmeny mandátu ECB) takisto požičovať nesmierne lacno. Práve preto, že kríza solventnosti je vnútorným problémom eurozóny – problémom platobných bilancií štátov, ktoré vlastnú menu neovládajú. Eurozóna ako celok však takýmito problémami netrpí. A ako [napísal už pred časom Martin Wolf \(2011\) vo Financial Times](#), „Vo svete prebytočných úspor je to, aby vlády s dobrým kreditom zosekávali svoje pôžičky, tým posledným, čo potrebujeme. Presne toto nám veľmi nahlas hovoria aj trhy. Tak ich počúvajme.“

Spoločné európske dlhopisy by sa mali využiť na rozsiahle verejné investície do infraštruktúry, „oze-

leňovania“ ekonomík a do ďalších veľkých projektov (výskum, vzdelávanie, zdravotníctvo a pod.), ktoré by nielen pozdvihli súčasný rast, ale zvýšili aj jeho trendovú úroveň. Malo by totiž ísť najmä o taký typ projektov, ktorý by súkromný sektor sám o sebe nikdy nebol schopný zvládnuť – z čoho vyplýva, že verejná podpora by otvorila priestor pre ďalší rozvoj tam, kde by v dôsledku prístupu čistého *laissez-faire* jednoducho nemohol nastať.

Takáto podpora by nemala byť v eurozóne rozložená rovnomerne. Najväčšiu šancu by mali dostať regióny, ktoré v rámci eurozóny respektíve Európskej únie zaostávajú za priemerom. Konvergencii vznik menovej únie nenapomohol a preto je potrebná cielavedomá regionálna politika. Tá veľmi úzko súvisí aj s problémom nevyrovnaných platobných bilancií.

6.5 MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY

Ak sa urgentnými opatreniami krátkodobo podarí stabilizovať situáciu v eurozóne, mali by sa prijať štrukturálne preventívne opatrenia s cieľom zabrániť vzniku podobných kríz v budúcnosti. Ide najmä o oblasť makroekonomických nerovnováh.

Na úrovni EÚ sa tento problém – aspoň formálne – už adresuje. Balík šiestich legislatívnych návrhov o správe ekonomických záležitostí (tzv. *six-pack*) obsahuje okrem fiškálnej aj makroekonomickú zložku. Postup v prípade makroekonomických nerovnováh, prípadne postup v prípade nadmerných nerovnováh, sú nástroje, ktoré môže Európska komisia uplatniť voči štátom, kde hrozí alebo je naplno prítomné riziko napr. v podobe straty konkurencieschopnosti, nerovnováhy na bežnom účte, vysokej úrovne súkromnej zadlženosti, bublín v súvislosti s cenami aktív a pod.

Komisia v roku 2014 v rámci tretieho ročníka procedúry makroekonomických nerovnováh [preskúma šestnásť členských štátov \(European Commission 2013\)](#). Riešenie makroekonomických nerovnováh na európskej úrovni je ale problematické prinajmenšom z dvoch dôvodov. Po prvé, je v tieni snáh o rozpočtovú disciplínu a zďaleka sa mu nevenuje toľko pozornosti – súvisí to s nesprávnou diagnostikou krízy, ktorou sa zaoberáme v tejto analýze.

Po druhé, ako problémové identifikuje primárne krajiny s nadmernými deficitmi bežného účtu či vysokou súkromnou zadlženosťou a zľahčuje úlohu krajín na opačnom póle – s prebytkami bežného účtu a s nadmernými úsporami, hoci tie za vznik nerovnováh prispievajú presne v rovnakej miere. Napr. Nemecko ako krajina s extrémnym prebytkom na bežnom účte sa začína skúmať až po tom, čo prekročilo referenčnú hodnotu 6 %, pričom pri deficite je hranica asymetricky stanovená na 4 %. Z politiky, ktorú EK dlhodobo presadzuje a [z vyhlásení jej predstaviteľov \(Rehn 2013\)](#), ktoré sprevádzali zahájenie skúmania Nemecka, je pritom zrejmé, že v tomto prípade bude procedúra formalitou bez akéhokoľvek tlaku či politických implikácií.

V skutočnosti sa totiž veľmi problematcky zamieňajú dva zdanlivo podobné, no v skutočnosti veľmi odlišné koncepty. Jedným z nich je rast ťahaný vývozom (*export-led growth*), kým druhým je snaha neustále dosahovať prebytky bežného účtu platobnej bilancie – teda obnovená podoba toho, čomu sa v dejinách pôvodne hovorilo merkantilizmus.

Exportná orientácia ekonomiky neznamena, že by cieľom krajiny malo mať neustále prebytky. Snaha dosahovať dlhodobo prebytky bežného účtu je škodlivá, keďže si nutne čisto aritmeticky vyžaduje, aby partnerské krajiny mali na bežnom účte deficity (väčšina obchodu v rámci EÚ je vnútroúijná, čo bolo koniec koncom jedným z hlavných cieľov jej vytvorenia). Táto stratégia má zmysel len za predpokladu, že jej účelom v skutočnosti nie je posilniť konkurencieschopnosť, ale vytvoriť permanentný tlak na mzdy – aby sa krajiny pretekali v tom, kto ich bude mať najnižšie. Treba však otvorene povedať, že by sa jednalo o „preteky ku dnu“.

Pôvodná myšlienka rastu ťahaného exportom sa síce skutočne zakladala na nízkych nákladoch na prácu – no v krajinách *rozvojových*, pre ktorých práve ich už existujúce nízke mzdy boli absolútnou výhodou. Účelom tejto stratégie vôbec nebolo, aby sa všetky krajiny snažili súťažiť nízkymi mzdami. Naopak, rast ťahaný exportom mal integrovať rozvojové krajiny do svetového obchodu, umožniť im hospodársku expanziu vďaka produkcii pre svetový trh – a poskytovať im možnosť získavať tvrdú menu, za pomoci ktorej by sa mohli ďalej industrializovať. Vďaka výslednej zmene pomeru medzi objemom kapitálu a práce sa mali potom mzdy aj v rozvíjajúcich sa krajinách *zvyšovať* (pri zmene relatívnej vzácnosti týchto dvoch faktorov sa mali meniť aj ich ceny). Z ekonomickej logiky je teda jasné, že snažiť sa replikovať situáciu nízkych miezd vo vyspelých krajinách s relatívnym prebytkom

kapitálu je jednoducho nezmysel; konkurencieschopnosť v nich oveľa viac ovplyvňuje rastúca *produktivita*, teda ďalšie investície do kapitálu.

Poučenie pre súčasnú makroekonomickú nerovnováhu v eurozóne by malo byť jasné. Ak pod vplyvom zníženého vnímania rizika natiekol do periférnych krajín „horúci“ kapitál, ktorý nafúkol finančné bubliny, aby potom odtiekol a zanechal za sebou zvýšené mzdy a ceny, potom riešením nie je odsudzovať tieto krajiny k dlhodobým prepadom v životnej úrovni – ale nájsť mechanizmy, ako do nich nasmerovať „studený“ kapitál, ktorý by sa investoval do dlhodobých, produktívnych projektov. Koniec koncov, nešlo by o nič iné než o konvergenciu, ktorá má byť jedným z cieľov Európskej únie. Tejto téme sa budeme venovať aj v nasledujúcej časti.

6.6 NEDOSTATOK TLMIACICH MECHANIZMOV

Svoju úlohu pri vzniku krízy solventnosti zohralo aj to, že euro vzniklo [slovami Jeana Pisani-Ferryho \(2012\) ako „holá kostra menovej únie“ \(bare-bones monetary union\)](#). Inými slovami, že jednotná mena bola vytvorená bez akýchkoľvek tlmiacich mechanizmov na pomoc proti asymetrickým šokom, ktoré idú na vrub práve samotnej menovej únii. Vznik eura znamenal, že jednotlivé krajiny menovej únie sú nezaštitené výmenným kurzom, a teda dopad takýchto šokov pociťujú v plnej miere.

Klasickými tlmiacimi mechanizmami, ktoré sú bežné vo federáciách, sú fiškálne transfery. Tie môžu, ale nemusia mať podobu priamej redistribúcie medzi štátmi. Možno sa orientovať podľa amerického vzoru a vytvoriť európsku podobu sociálneho zabezpečenia, v prvej fáze najmä podpory v nezamestnanosti. Takáto európska podpora v nezamestnanosti by mala tú výhodu, že by predstavovala automatický stabilizátor reagujúci práve na asymetrické šoky – smerovala by pomoc vo zvýšenej miere vždy práve do krajín, ktoré by sa ocitli v najväčších hospodárskych ťažkostiach.

Uvažovať sa dá však aj o medzištátnych formách transferov. Tie už do určitej obmedzenej miery existujú vo forme fondov EÚ. Z hľadiska rozmerov však ďaleko zaostávajú za tým, čo by bolo potrebné pre skutočnú konvergenciu (zároveň sú málo flexibilné). Napríklad alokácia EÚ fondov pre SR na obdobie 2014-2020 sa pohybuje na úrovni približne 400 eur na obyvateľa a rok, kým napríklad v Nemecku v rokoch 1995-2009 sa prostriedky prerozdelené v prospech prijímajúcich spolkových krajín [pohybovali na dvoj- až trojnásobne vyššej úrovni](#) (Zipfel 2011). Najdôležitejšou formou fiškálnych transferov by však bola regionálna politika, ktorú sme už spomenuli v pasážach o obnove rastu prostredníctvom eurodlhopisov. Menová únia ku konvergencii rôznych krajín nevedla. Ale stále platí, že bez konvergenzie nemôže nikdy menová únia dobre fungovať. Preto by sa malo najviac úsilie investovať do toho, aby sa zaostávajúce krajiny priblížili krajinám najvyspelejším. V situácii ochabnutého dopytu to znamená najmä rozsiahle verejné investície v najpostihnutejších krajinách.

6.7 NEKONTROLOVANÉ A ZLE ALOKOVANÉ TOKY KAPITÁLU

Novou a kľúčovou úlohou orgánov dohľadu nad finančným trhom by malo byť monitorovanie ale aj regulovanie objemu a alokácie kapitálu. Treba ísť nad rámec smernice CRD IV (pravidlá Bazilej III.) a okrem pákovania sa zamerať aj na to, kam kredit smeruje. Financovanie neproduktívnych aktivít (transakcií, ktoré neprispievajú k tvorbe HDP a ktoré smerujú k vytváraniu cenových bublín) by mali regulátori sledovať a demotivovať (príp. naopak – financovanie produktívnych investícií motivovať). Pozitívnym hoci opatrným signálom týmto smerom je [správa expertnej skupiny EK na vysokej úrovni pod vedením Erkkiho Liikanena \(Liikanen et al. 2012\)](#). Tá hovorí o potrebe oddeliť bežné bankové činnosti od riskantných obchodov na trhu (je tak obdobou Volckerovho pravidla v USA resp. Vickersovho plánu vo Veľkej Británii). Tiež ale navrhuje prehodnotiť kapitálové požiadavky vo vzťahu k obchodovaniu s aktívami a úvermi na bývanie. V každom prípade treba aj v kontexte budovania bankovej únie aktívne rozvíjať snahu o posilnenie a skvalitnenie makroprudenciálnej politiky.

Dôležitým opatrením by bola aj dobre nadizajnovaná daň z finančných transakcií (s dôrazom na „dobro nadizajnovaná“, keďže ostatný vývoj v tejto oblasti nedáva veľa dôvodov na optimizmus). Pri tejto dani nie sú až také dôležité jej výnosy – hoci by boli samozrejme vítané a dali by sa použiť na rôzne prospešné účely – ako jej zamýšľaný dopad na finančné trhy. Tým by bolo utlmenie špekulatívnych aktivít, tak, aby trhy slúžili na alokáciu kapitálu do skutočne produktívnych oblastí a nedestabi-

lizovali svojím správaním celé krajiny.

6.8 ERÓZIA ROZPOČTOVEJ BÁZY

Kríza upriamila pozornosť na potrebu solídnejšej fiškálnej bázy štátu. Progresívnejšie zdanenie príjmov a vyššie majetkové a korporátne dane zvýšia verejné príjmy a nemali by mať negatívny dopad na spotrebu. Vybrané zdroje by mali smerovať do oblastí prioritných zo sociálneho a environmentálneho hľadiska. Z hľadiska podpory agregátneho dopytu sú žiaduce opatrenia na zvýšenie príjmov nízkopříjmových skupín, na zvrátenie pozvoľného oslabovania automatických stabilizátorov, či na poskytovanie univerzálnych verejných služieb.

V prípade neochoty k európskym umorovacím dlhopisom sa dá z fiškálneho hľadiska uvažovať aj o *uveriteľnom strednodobom* programe konsolidácie. Samozrejme, mal by zmysel iba vtedy, ak by bol zameraný na štrukturálny deficit, pretože nominálny zákonite klesá a stúpa v súlade s ekonomickým cyklom. Z toho vyplýva, že takýto program konsolidácie by musel byť dobre premyslený – nie vychádzať z toho, že škrtat' sa musí v každom prípade. Takýto program by sa musel zakladať na kredibilnom spôsobe, ako presvedčiť finančné trhy, že skutočne ide iba o odklad a nie snahu vyhnúť sa konsolidácii úplne. Na to by bolo možné využiť mechanizmus typu kolaterálu, alebo amerického „sekvestra“ – bolo by teda možné ústavne sa zaviazat', že ak sa povedzme dva roky po obnovení rastu neprikróčí k premyslenej konsolidácii, štát začne časť z vybraných daní odovzdávať na splácanie dlhov automaticky.

Išlo by, pravdaže, o extrémne opatrenie a kroky typu vzniku eurodlhopisov by boli oveľa vítanejšie. Ak by však takéto rozumné kroky neboli možné, potom aj tento typ opatrenia by mal ubezpečiť trhy, že sa to s konsolidáciou myslí skutočne vážne – ale že jednoducho v súčasnosti skutočne nie je ten pravý čas, počas ktorého by sa mala udiat'.

ZHRNUTIE

Krízu solventnosti v eurozóne nespôsobilá rozpočtová nezodpovednosť a opatrenia, ktoré sa na ňu zameriavajú, neprispievajú ani k jej riešeniu, ani k tomu, aby sa predišlo jej opakovaniu. Kríza bola vyvolaná vytvorením menovej únie medzi krajinami, ktoré sa nachádzajú na rôznom stupni ekonomického vývoja, financiazáciou investícií, slabou reguláciou, ktorá nedokázala predísť nafukovaniu bublín, a napokon neexistenciou mechanizmov, ktoré by tlmili asymetrický šok odtoku kapitálu. Takéto asymetrické šoky sa môžu v budúcnosti opakovať. Súčasný prístup, ktorý si od postihnutých (ale aj zatiaľ nepostihnutých) krajín vyžaduje procyklickú politiku fiškálnej konsolidácie uprostred recesie iba zhoršuje situáciu, a to vrátane samotného bremena dlhov. Štrukturálne reformy, ktoré sa krajinám v ťažkostiach predpisujú, sa dotýkajú strany ponuky, ale nijako neprispievajú k oživeniu dopytu. Naliehavou potrebou je momentálne predovšetkým prekonať recesiu, na čo je potrebný fiškálny stimul veľkého rozsahu. Takýto stimul nemusí byť problematický v prípade, že ho nebudú financovať národné štáty, ale sa pokryje zo spoločných dlhopisov eurozóny, prípadne Európskej únie. Čo sa týka dlhodobého fungovania menovej únie, bez zavedenia tlmiacich mechanizmov v podobe fiškálnych transferov možno očakávať opakované problémy, ktoré povedú k odstredivým tendenciám a neustále sa obnovujúcemu riziku rozpadu. Treba sa rozhodnúť, či je dôležité menovú úniu zachovať za každú cenu a potom sa venovať vytvoreniu fiškálnej transferovej únie, alebo naopak či je dôležité nevytvárať fiškálne transfery – a v tom prípade by bolo najrozumnejšie začať uvažovať nad tým, ako menovú úniu sporiadaným spôsobom rozpustiť.

POUŽITÁ LITERATÚRA:

- Arcand, Jean-Louis – Berkes, Enrico – Panizza Ugo (2012): *Too Much Finance?*, IMF Working Paper 12/161, June 2012 – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
- Auxt, Róbert (2012): „Pyramída kreditu a dlhu“, *Kritická ekonómia* 01. 10. 2012 – <http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2012/10/01/pyramida-kreditu-a-dlhu-2/>
- Blanchard, Olivier (2013): „Rethinking Macroeconomic Policy“, *IMF Direct*, 29. 04. 2013 – <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/29/rethinking-macroeconomic-policy/>
- Blanchard, Olivier – Leigh, Daniel (2013): *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper 13/1, January 2013 – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>
- Borio, Claudio – Disyatat, Piti (2011): *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* BIS Working Papers No 346, May 2011 – www.bis.org/publ/work346.pdf
- Dullien, Sebastian – Schieritz, Mark (2012): „German savers should applaud the growing TARGET balances“, *Vox*, 07. 05. 2012 – <http://www.voxeu.org/article/german-savers-should-applaud-growing-target-balances>
- Dornbusch, Rudiger (1976): „Expectations and Exchange Rate Dynamics“, *Journal of Political Economy* 84 (6), 1976: 1161–1176 – <http://www.ssc.wisc.edu/~cengel/Econ872/DornbuschExchangeRates.pdf>
- ECB (2013a): „Upisovanie základného imania“, Európska centrálna banka, aktualizácia 01. 07. 2013 – <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.sk.html>
- ECB (2013b): „Konsolidovaný finančný výkaz Euro systému k 26. júlu 2013“, Európska centrálna banka 30. 7. 2013 – <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2013/html/fs130730.sk.html>
- Eggertson, Gauti – Ferrero, Andrea – Raffo, Andrea (2013): *Can Structural Reforms Help Europe?*, Federal Reserve System International Finance Discussion Paper no. 1092, November 2013 – <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2013/1092/ifdp1092.pdf>
- Euro Area Summit Statement (2012), 29. 06. 2012 – http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf
- European Commission (2013): *Third Alert Mechanism Report on macroeconomic imbalances in EU Member States*, European Commission MEMO/13/970, 13. 11. 2013 – <http://europa.eu/rapid/press-release-MEMO-13-970-en.htm>
- Gabrisch, Hubert – Staehr, Karsten (2012): *The Euro Plus Pact: Competitiveness and External Capital Flows in the EU Countries*, Bank of Estonia Working Papers 5/2012 – www.eestipank.ee/sites/default/files/publication/wp_5_2012_0.pdf
- Hellebrandt, Tomáš: „Je konsolidácia verejných financií kontraproduktívna?“, *Blogy Trend.sk*, 22. 5. 2013 – <http://blog.etrend.sk/tomas-hellebrandt/2013/05/22/je-konsolidacia-verejnych-financii-kontraproduktivna/>
- Hugh, Edward (2012): „And Then There Were Six – Is Slovenia Next?“, *A Fistful of Euros*, 05. 07. 2012 – <http://fistfulofeuros.net/afoe/and-then-there-were-six-is-slovenia-next/>
- John Maynard Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London : Macmillan 1936: 161-162
- Koo, Richard C. (2012): „Balance Sheet Recession and the Eurozone Crisis“, Nomura Research Institute – http://www.investorsforum.lt/files/Balance_Sheet_Recession_and_the_Eurozone_Crisis_Richard_C_Koo_Baltic_Investors_Forum.pdf
- Koo, Richard C. (2011): „The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics“, *Real-World Economics Review*, No. 58 – <http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf>
- Korowicz, David (2012): *Financial System Supply-Chain Cross-Contagion: a study in global systemic collapse*, Metis Risk Consulting & Fiesta, 30. 06. 2013 – <http://www.feasta.org/wp-content/uploads/2012/06/Trade-Off1.pdf>
- Lesay, Ivan (2012): „Ked kapitán zakopne...“, *Kritická ekonómia* 25. 01. 2012, <http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2012/01/25/ked-kapitan-zakopne>

- Liikanen, Erkki, et al. (2012): *Final Report*, High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Brussels 2. 10. 2012 – http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf
- Marin, Dalia (2010): „Germany’s super competitiveness: A helping hand from Eastern Europe“, *Vox* 20. 6. 2010, <http://www.voxeu.org/article/germany-s-super-competitiveness>
- McMeeken, Roxane (2011): „Less healthcare, but Greece is still buying guns“, *The Independent*, 06. 11. 2011 – <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/less-healthcare-but-greece-is-still-buying-guns-6257753.html>
- Pisani-Ferry, Jean (2012): *The Known Unknowns and the Unknown Unknowns of EMU*, Bruegel Policy Contribution 2012/18, October 2012 – http://aei.pitt.edu/37838/1/The_known_unknowns_and_the_unknown_unknowns_of_the_EMU_%28English%29-1.pdf
- Rehn, Olli (2013): „Turning Germany’s surplus into a win-win for the eurozone“, *Olli Rehn’s blog*, European Commission, 11. 11. 2013 – <http://blogs.ec.europa.eu/rehn/turning-germanys-surplus-into-a-win-win-for-the-eurozone/>
- Richter, Wolf (2011): „Another Eurozone country bites the dust“, *Cyprus Property News*, 30. 10. 2011 – <http://www.news.cyprus-property-buyers.com/2011/10/30/another-eurozone-country-bites-the-dust/id=009490>
- Rodrik, Dani (2013): „Europe’s Way Out“, *Project Syndicate*, 12. 06. 2013 – <http://www.project-syndicate.org/commentary/saving-the-long-run-in-the-eurozone-by-dani-rodrik>
- Rogoff, Kenneth (2002): „Dornbusch’s Overshooting Model After Twenty-Five Years“, *International Monetary Fund*, 2002 – <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112901.htm>
- Shirai, Sayuri (2012): „Europe’s Economic and Financial Developments and Monetary Policy in Japan: Summary of a Speech at the 77th Meeting of the Society for the Economic Studies of Securities“, *Bank of Japan* – http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2012/ko120618a.htm/
- Sinn, Hans-Werner (2011): „The ECB’s stealth bailout“, *Vox*, 01. 06. 2011 – <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>
- Vaňko, Milan (2012a): „Mýtus konkurencieschopnosti a kríza v eurozóne“, *Kritická ekonómia*, 11. 06. 2012 – <http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2012/06/11/mytus-konkurencieschopnosti-a-kriza-v-eurozone/>
- Vaňko, Milan (2012b): „Spoločná menová politika a kríza v eurozóne“, *Kritická ekonómia* 8. 3. 2012, <http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2012/03/08/spolocna-menova-politika-a-kriza-v-eurozone>
- Varoufakis, Yanis (2011): „Why Italy? Why Spain? And why the EFSF’s size does not matter“, *Thoughts for the Post-2008 World*, 04. 04. 2011 – <http://yanisvaroufakis.eu/2011/08/04/why-italy-why-spain-and-why-the-efsf-size-does-not-matter/>
- Varoufakis, Yanis – Holland, Stuart – Galbraith, James K. (2013): *A Modest Proposal for Resolving the Eurozone Crisis, Version 4.0*, July 2013 – <http://varoufakis.files.wordpress.com/2013/07/a-modest-proposal-for-resolving-the-eurozone-crisis-version-4-0-final1.pdf>
- Vause, Nick – von Peter, Goetz – Drehmann, Mathias – Sushko, Vladyslav (2012): „European Bank Funding and Deleveraging“, *BIS Quarterly Review*, March 2012 – <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt1203a.pdf>
- Whyte, Philip: *Why Germany is not a Model for the Eurozone*, Centre for European Reform, October 2010 – http://www.cer.org.uk/sites/default/files/publications/attachments/pdf/2011/essay_germany_eurozone_oct10-189.pdf
- Wolf, Martin (2011): „We must listen to what bond markets tell us“, *Financial Times*, 6. 11. 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/9cbe577a-d872-11e0-8f0a-00144feabdc0.html#axzz2QelyrgTA>
- Wolf, Martin (2013): *Exchange rate arrangements: The strange case of Spain and the UK*, *International Monetary Fund* – <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/mw.pdf>
- Zipfel, Frank (2011): „German finances: Federal level masks importance of Länder“, *Deutsche Bank Research*, 27. 05., 2011 – http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000273969.pdf

EUROPOLICY POLICY PAPERS

€ NEDOKONČENÁ EUROZÓNA

KRÍZA MENOVEJ ÚNIE A AKO JEJ ČELIŤ

Ivan Lesay • Michal Polák • Róbert Auxt

ISSN 1339-5513