

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY



DLHOVÉ PROBLÉMY NIEKTORÝCH KRAJÍN EUROZÓNY

BAKALÁRSKA PRÁCA

2012

Lukáš Ivica

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY

DLHOVÉ PROBLÉMY NIEKTORÝCH KRAJÍN EUROZÓNY

BAKALÁRSKA PRÁCA

Študijný program: Ekonomická a finančná matematika

Študijný odbor: 1114 Aplikovaná matematika

Školiace pracovisko: Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky

Školiteľ: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc.

Bratislava 2012

Lukáš Ivica



Univerzita Komenského v Bratislave
Fakulta matematiky, fyziky a informatiky

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Lukáš Ivica
Študijný program: ekonomická a finančná matematika (Jednoodborové štúdium, bakalársky I. st., denná forma)
Študijný odbor: 9.1.9. aplikovaná matematika
Typ záverečnej práce: bakalárska
Jazyk záverečnej práce: slovenský

Názov: Dlhové problémy niektorých krajín Eurozóny
Cieľ: Cieľom práce je analyzovať príčiny aktuálnych dlhových problémov niektorých krajín Eurozóny.

Vedúci: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc.

Dátum zadania: 25.10.2011
Dátum schválenia: 27.10.2011

doc. RNDr. Margaréta Halická, CSc.
garant študijného programu

.....
študent

.....
vedúci

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa rád poďakoval svojmu školiteľovi doc. RNDr. Jánovi Boďovi, CSc. za ochotu, odborné rady a hlavne podnetné diskusie, ktoré mi pomohli pri písaní tejto bakalárskej práce. Ďakujem aj svojej rodine a priateľom za ich trpezlivosť a podporu.

Abstrakt

IVICA, Lukáš: Dlhové problémy niektorých krajín eurozóny [Bakalárska práca], Univerzita Komenského v Bratislave, Fakulta matematiky, fyziky a informatiky, Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky; školiteľ: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc., Bratislava, 2012, 48 s.

Cieľom práce je analyzovať dlhové problémy niektorých krajín eurozóny, ktoré viedli k súčasnej dlhovej kríze a pomocou makroekonomickej teórie vysvetliť príčiny ich vzniku. Práca sa zameriava na problémovú krajinu Grécko a analyzuje jej ekonomický vývoj pred aj po vstupe do európskej menovej únie. Záver práce tvorí posúdenie navrhovaných riešení dlhovej krízy v Grécku.

Kľúčové slová: menová únia; dlhová kríza eurozóny; euro; Grécko

Abstract

IVICA, Lukáš: Debt problems of some euro area countries [Bachelor thesis], Comenius University in Bratislava, Faculty of Mathematics, Physics and Informatics, Department of Applied Mathematics and Statistics; supervisor: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc., Bratislava, 2012, 48 p.

The aim of this paper is to analyze debt problems of some euro area countries that led to the current debt crisis and to explain their causes by macro-economic theory. The paper focuses on the problem country Greece and analyzes its economic development before and after joining the European Monetary Union. The final part comprises an assessment of proposed solutions to the debt crisis in Greece.

Key words: monetary union; euro area debt crisis; the euro; Greece

Obsah

Zoznam skratiek	8
Úvod	9
1 Teória dlhu	11
1.1 Definícia kľúčových slov	11
1.1.1 Ročný deficit verejných financií	11
1.1.2 Hrubý dlh verejnej správy	13
1.1.3 Dlhová kríza	15
1.2 Problém vysokého dlhu	17
1.3 Znižovanie dlhu	18
1.3.1 Znižovanie dlhu pomocou akumulácie prebytku	19
1.3.2 Inflácia dlhu	19
1.3.3 Reštrukturalizácia a vypovedanie dlhu	20
2 Euro	21
2.1 Menová únia	21
2.2 Maastricht conditions	23
2.3 Pohľad ekonómov na zavedenie spoločnej európskej meny	24
3 Grécka cesta	26
3.1 Pohľad do histórie	26
3.1.1 Pred zavedením eura	26
3.1.2 Po zavedení eura	28
3.2 Krízové roky a súčasnosť	29
4 Čo môže Grécko urobiť?	31
4.1 Vystúpenie Grécka z eurozóny a návrat k drachme	32
4.1.1 Výstup z menovej únie	32
4.1.2 Dôsledky pre Grécko	34
4.1.3 Inflácia vnútorného dlhu	35
4.1.4 Vyhlásenie bankrotu voči zahraničným veriteľom	36

4.1.5	Dopady na eurozónu	37
4.2	Financovanie dlhu z EFSF, EFSM a fiškálne opatrenia	39
4.2.1	Euroval	39
4.2.2	Reštrukturalizácia dlhu a zvýšenie ekonomickej konkuren- cinesschopnosti	40
	Záver	43
	Zoznam použitej literatúry	44
	Tabuľky	47

Zoznam skratiek

ECB - Európska centrálna banka

EFSF - European Financial Stability Facility

(Európsky fond finančnej stability)

EFSM - European Financial Stabilisation Mechanism

(Európsky finančný stabilizačný mechanizmus)

EMÚ - Európska menová únia

EÚ - Európska únia

HDP - hrubý domáci produkt

MMF - Medzinárodný menový fond

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development

(Organizácia pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj)

Úvod

Makroekonómia je veda skúmajúca ekonómiu ako celok. Výrazný vývoj teórie v makroekonómii nastal po Veľkej hospodárskej kríze 20. storočia s cieľom kontrolovania základných hybných procesov v ekonomikách štátov, čím by sa predišlo vzniku podobných kolapsov v budúcnosti. V súčasnosti po vypuknutí celosvetovej finančnej krízy, ktorá uvrhla mnohé ekonomiky do recesie a nepriamo odštartovala dlhovú krízu v eurozóne, sa mnohí pýtajú, či tento neočakávaný a nepríjemný zvrät udalostí neznačí chybnosť makroekonomickej teórie. Aj napriek týmto pochybnostiam faktom stále ostáva, že pomocou makroekonomických ukazovateľov vieme najlepšie a do značnej miery korektne popísať a vysvetliť dianie vo svete. V tejto práci sa pozrieme na vznik dlhovej krízy v eurozóne. Tá v súčasnosti výrazne mení fungovanie európskeho spoločenstva ako celku. Periférne krajiny eurozóny sa potápajú v dlhových problémoch a navyše nejasná budúcnosť a prísne zavádzanie úsporných opatrení len spomaľujú už aj tak slabý rast európskej ekonomiky. V zmysle systematického riešenia súčasných problémov sa ponúka hlbšia európska fiškálna integrácia. Ako sme sa dostali do súčasného stavu? Za "mediálneho" vinníka sa považuje Grécko, ktorého dlhové problémy ovplyvnili nárast rizikovostných úrokov aj ďalších štátov a odštartovali nedôveru investorov voči eurozóne ako celku. V tejto práci nás bude zaujímať, či je Grécko skutočným vinníkom. Čo naozaj spôsobilo, že ekonomika krajiny považovanej za kolísku západnej civilizácie sa už niekoľko rokov nachádza v recesii? Čo môže spraviť pre to, aby sa dostala z ekonomického dna?

Analýzou historického vývoja gréckej ekonomiky pomocou makroekonomických ukazovateľov sa v tejto práci pokúsime nájsť príčinu gréckych dlhových problémov. Vychádzajúc z diel [Almighini et al., 2010, Blanchard, 2009] si pre hlbšie pochopenie zo strany čitateľa na začiatok charakterizujeme základné princípy makroekonomickej teórie popisujúce dlhové problémy a tiež si predstavíme projekt spoločnej európskej meny, ktorý je z hľadiska ekonomickej histórie jedinečný, a tým pádom do istej miery nepredvídateľný. Na

záver práce predostrieme riešenia dlhovej krízy v Grécku navrhované reno-
movanými ekonómami.

1 Teória dlhu

V roku 2008 prasknutie hypotekárnej bubliny na americkom realitnom trhu a následná toxikácia mnohých svetových bánk cez vlasníctvo nezdavých aktív (v dôsledku sekuritizácie neudržateľných hypoték na cenné papiere s najvyšším ratingom AAA) odštartovala finančnú krízu, ktorá výrazne zasiahla fungovanie najväčších ekonomík sveta. Aj keď európske krajiny boli na prvý pohľad menej zasiahnuté finančnými výkyvmi, čo bolo spôsobené najmä nižším vlasníctvom toxických aktív a lepšou solventnosťou väčšiny dôležitých európskych inštitúcií, nevyhli sa nedôvere zo strany investorov, ktorá zavládla na finančných trhoch. Táto nedôvera priniesla obavy investorov o schopnosť niektorých krajín eurozóny s vyšším naakumulovaným dlhom splatiť svoje záväzky i pri spomalení rastu globálnej ekonomiky. Tieto obavy sa prejavili naprv pri kúpe gréckych dlhopisov, ktorých riziková prirážka začala pre nedôveru trhov rásť. Tým sa spustil ďalší rast už aj tak veľkého gréckeho dlhu (približne 110 % HDP [MMF]). Pre obavy z nákazy aj väčších krajín eurozóny s nevysporiadanými verejnými financiami v dôsledku previazania ekonomík spoločnou menou euro prerástli grécke dlhové problémy do problémov viacerých krajín eurozóny.

V tejto kapitole si uvedieme problematiku zadĺženia krajín z pohľadu makroekonomickej teórie. Pri tvorbe tejto kapitoly sme vychádzali najmä z diel [Blanchard, 2009, Carlin a Soskice, 2006] a z [Boďa, 2012].

1.1 Definícia kľúčových slov

V tejto práci budeme často používať pojmy ako hrubý dlh verejnej správy a deficit verejných financií. Tieto na prvý pohľad zrejme slová sú kľúčové pri popisovaní vládnych opatrení. Táto sekcia ponúka základné definície.

1.1.1 Ročný deficit verejných financií

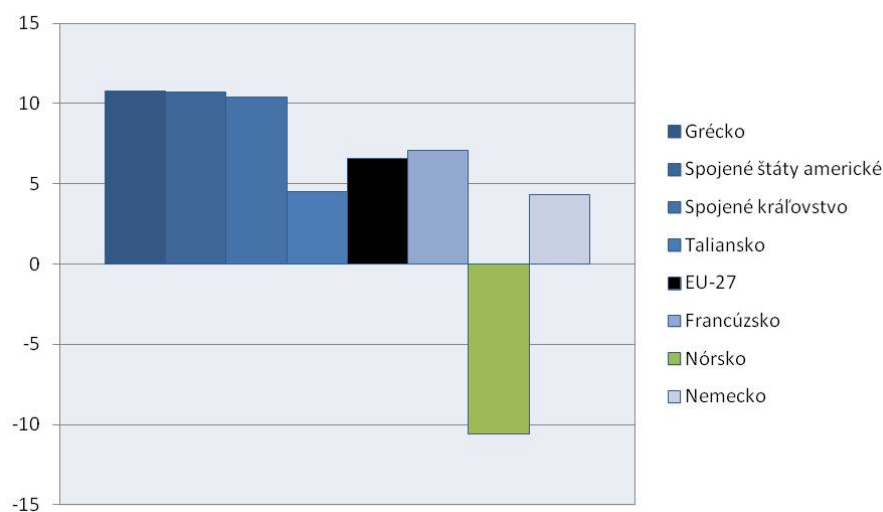
Slovo deficit označuje schodok, nedostatok alebo určitú stratu. V tejto práci budeme chápať ročný deficit verejných financií ako bilanciu finančného hos-

podárenia štátu za daný rok t , respektíve prebytok celkových výdavkov štátneho rozpočtu nad celkovými príjmami, do ktorých sa nezahŕňajú pôžičky. Rozdiel (deficit), značený ako ΔB , sa bežne financuje z pôžičiek. Celkové výdavky môžeme napísať ako súčet vládnych výdavkov (G) a úroku prislúchajúcemu k vládnym dlhopisom vydaným v predchádzajúcich rokoch (iB). Tým pádom dostávame vzťah:

$$\Delta B = G_t + iB - T_t \quad (1)$$

T je príjem štátneho rozpočtu (príjem z daní). Z daného vzťahu vidno, že si vláda v daný rok t musí na trhu požičať sumu v hodnote ΔB , aby mohla pokryť svoj deficit. Proces požičiavania prebieha tak, že štát vydá objem dlhopisov v celkovej hodnote, ktorú si chce požičať. Úrok prislúchajúci k týmto dlhopisom závisí od toho, do akej miery investori dôverujú štátu, že bude v budúcnosti schopný túto pôžičku splatiť. Samozrejme krajiny s ekonomickými problémami si dokážu požičiavať len za vyšší úrok, pretože pravdepodobnosť ich bankrotu je väčšia.

Na ročný deficit verejných financií sa môžeme pozeráť ako rýchlosť zadlžovania štátu. Z rovnice (1) je však zrejmé, že vládny deficit môže dosahovať aj záporné hodnoty, keď výber z daní prevýši celkové vládne výdavky. V takom prípade berieme ΔB v kladných hodnotách a hovoríme o vládnom prebytku. Pomocou vládneho prebytku štát eliminuje zadlženosť verejnej správy z predchádzajúcich rokov. Z ekonomického pohľadu je lákavejšie zadávať pomer vládneho deficitu (prebytku) k HDP v danom roku, keďže toto percento má lepšiu výpovednú hodnotu odrážajúcu stav ekonomiky ($\Delta B/\text{HDP}$). Na Obr.1 môžeme vidieť deficit niektorých krajín za rok 2010. V ich zobrazení vyčnieva Nórsko, ktoré je v súčasnosti vďaka svojim ziskom z ropy krajinou, ktorá vládne s neustálym prebytkom. Za povšimnutie stojí fakt, že krajiny ako Spojené štáty americké či Spojené kráľovstvo, ktoré sa dnes považujú za bezproblémové, majú rovnaký deficit ako Grécko.



Obr. 1: Pomer deficit/HDP (%) vybraných krajín za rok 2010 [OECD]

1.1.2 Hrubý dlh verejnej správy

Pod hrubým dlhom verejnej správy (neskôr len dlh) chápeme súčet deficitov vlády naakumulovaných v období predchádzajúcom danému roku znížený o súčet predchádzajúcich vládnych prebytkov. Logicky sa zmena dlhu v roku t bude rovnať vládnemu deficitu z roku t a teda môžeme označiť dlh písmenom B . Tak ako pri deficite, ukazovateľ, ktorý nás bude zaujímať je pomer zadĺženosti (pomer dlhu k HDP), pretože jasne vyjadruje pokrytie zadĺženosti nominálnou výrobou v krajine. Budeme ho označovať nasledovne:

$$\text{pomer zadĺženosti} = b = \frac{B}{HDP} = \frac{B}{Py} \quad (2)$$

Pod P rozumieme úroveň cien a y vyjadruje reálny príjem, čo znamená, že Py je nominálny príjem. V nasledujúcom kroku sa vrátíme k rovnici (1), ktorú predelíme nominálnym príjmom. Po úpravách dostávame vzťah medzi pomerom deficitu k HDP a pomerom zadĺženosti:

$$\begin{aligned}\frac{\Delta B}{Py} &= \frac{deficit}{HDP} = \frac{G - T}{Py} + \frac{iB}{Py} \\ &= d + ib\end{aligned}\tag{3}$$

Teraz sa vráťme späť k rovnici (2) a pokúsme sa z nej odvodiť zmenu pomeru zadĺženosti v roku t .

$$B = bPy$$

Aproximáciou dostávame:

$$\Delta B \cong Py\Delta b + by\Delta P + bP\Delta y$$

predelením obidvoch strán HDP ($=Py$) získame:

$$\begin{aligned}\frac{\Delta B}{Py} &= \frac{Py\Delta b}{Py} + \frac{by\Delta P}{Py} + \frac{bP\Delta y}{Py} \\ &= \Delta b + b\pi + bg_y\end{aligned}\tag{4}$$

kde g_y vyjadruje tempo rastu produkcie (rastu HDP upraveného o cenový nárast). Vyžijúc fakt, že reálny úrok $r = i - \pi$ a z rovnice (3) dostávame:

$$\begin{aligned}\Delta b &= d + ib - b\pi - bg_y = d + (i - \pi - g_y)b \\ &= d + (r - g_y)b\end{aligned}\tag{5}$$

Táto rovnica je kľúčová pre pochopenie od čoho závisí zmena pomeru zadĺženia v krajine a čo nám hovorí. Ešte raz si zhrnieme základné indikátory :

d - pomer primárneho deficitu

r - reálna úroková miera

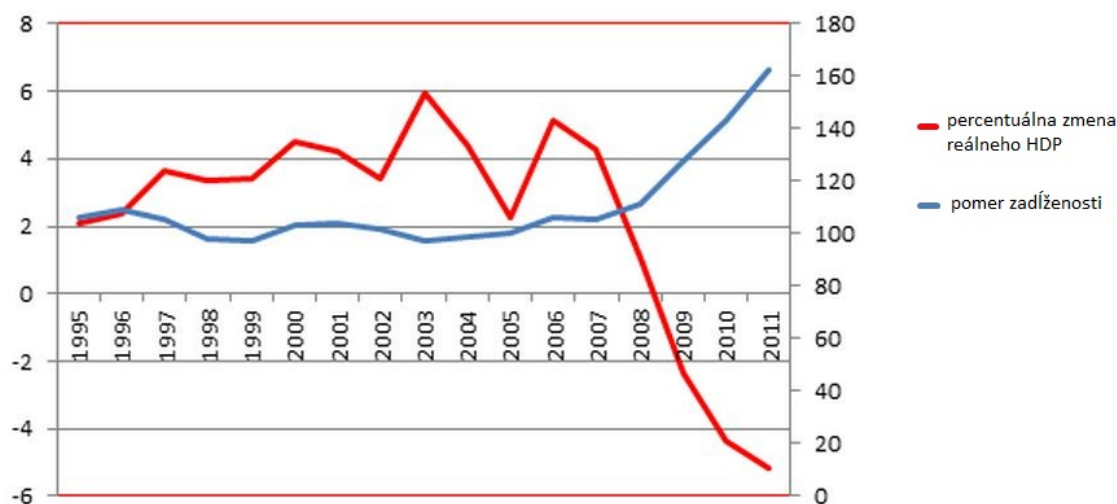
g_y - rast HDP upravený o cenový nárast

b - pomer vládneho dlhu k HDP

Keďže kladnosť pomeru primárneho deficitu (d) závisí od rozdielu vládnych výdavkov a daní, je zrejmé, že vláda môže znížiť dlh buď škrtaním vládnych výdavkov alebo zvýšením príjmov na daniach. Obidve opatrenia majú ale negatívny dopad na rast HDP, takže v konečnom dôsledku nemusia mať požadovaný efekt. Pokúsime sa objasniť si to na nasledovnom príklade. Predstavme si situáciu dvoch zadĺžených krajín **A** a **B**. Vlády v obidvoch krajinách sa rozhodnú, že chcú znížiť dlhové zaťaženie svojej krajiny. Reálna úroková miera v krajine **A** je vyššia ako rast HDP ($r > g_y$). V krajine **B** zas rast HDP presahuje reálnu úrokovú mieru ($r < g_y$). Z rovnice (5) je zrejmé, že pokiaľ vláda v krajine **A** nebude hospodáriť s prebytkom (záporné d), jej dlh bude stále rásť. Dokonca aj neprestajné prebytky rozpočtu jej budú stačiť len na udržanie dlhu na rovnakej úrovni. Na rozdiel od krajiny **A**, v krajine **B** môže vláda pomocou prebytkov rozpočtu skresť vládny dlh, keďže rast jej ekonomiky je dostatočný na elimináciu výdavkov na úrok z dlhu. Ak by vláda krajiny **B** pokračovala v akumulovaní prebytkov rozpočtu počas mnohých rokov, skončila by so zápornou mierou zadĺženia. V takomto prípade verejný sektor preberie do vlastníctva dlh súkromného sektora alebo iných krajín. Z vzťahu (5) je teda zrejmé, že rast HDP výrazne vplýva na zmenu dlhu. Toto je jeden zo zásadných argumentov, prečo môžeme v súčasnosti pozorovať nárast gréckeho dlhu i napriek výrazným úsporným opatreniam. Aj keby sa Grécku podarilo pomocou týchto opatrení získať prebytky vo vládnom rozpočte, škrtky nepodporia už štyri roky znižujúcu sa ekonomiku. A negatívny rast HDP z (5) výrazne vplýva na nárast gréckeho dlhu. Tento jav je pekne vidno z Obr.2, kde od roku 2008, kedy prepukla celosvetová kríza, s klesajúcim rastom HDP začal takmer nepriamo úmerne narastať grécky dlh.

1.1.3 Dlhová kríza

Dlhová kríza eurozóny je v súčasnosti často skloňovaný pojem. Ekonómovia z IMF vo svojom článku [Pescatori a Sy, 2004] uvádzajú definíciu dlhovej krízy z pohľadu ratingových agentúr (Moody's, Standard and Poor's). Tie



Obr. 2: pomer zadĺženosti a zmena rastu HDP v Grécku [Manasse, 2012]

sa zameriavajú hlavne na udalosť bankrotu.

Všeobecne platí, že emitent sa nachádza v bankrote, keď je splnená jedna z nasledujúcich podmienok:

1. Splácanie úrokov a/alebo istiny je oneskorené či vynechané, a to aj keď je oneskorená splátka vrámci lehoty, ak tá existuje.
2. Nastane zúfalá výmena, kedy emitent ponúkne držiteľovi dlhopisov nový cenný papier alebo balík cenných papierov so zníženou hodnotou finančných povinností ako nové dlhové nástroje s nižšou nominálnou hodnotou alebo nižším kupónom alebo je zrejmé, že výmena nastala za účelom pomôcť dlžníkovi vyhnúť sa horšiemu scenáru (napríklad zmeškanie splatenia platby alebo úroku).

Náhľadom do nedávnej minulosti môžeme pozorovať, že existujú viaceré druhy dlhových problémov ako priamy bankrot pre domáci a zahraničný dlh (Rusko 1998, Ekvádor 1999 a Argentína 2001), napoly vynútená reštrukturalizácia pre okamžitú hrozbu bankrotu (Ukrajina 2000, Pakistan 1999, Uruguaj

2003), či likviditná kríza, kedy solventná krajina, ale s nedostatkom likvidity, je na pokraji zlyhania pre svoj dlh z dôvodu neochoty investorov odľahčiť záťaž krajiny zmenou dlhopisov s nastávajúcou dobou splatnosti za ďalšie dlhopisy a kríza je následne do značnej miery odvrátená podporou zo strany medzinárodných inštitúcií (Mexiko 1994 - 1995, Korea/Thailand 1997 - 98, Brazília 1999 - 2002, Turecko 2001, Uruguaj 2002).

Posledný druh implikuje, že by sme do horeuvedenej definície dlhovej krízy mali priradiť prípad, keď krajina obdrží veľkú bezpoplatkovú pôžičku od MMF alebo inej nadnárodnej inštitúcie. Dlhová kríza eurozóny je toho príkladom, keďže v roku 2010 boli niektoré krajiny nútené opustiť finančné trhy a svoj dlh splácajú len s pomocou lacných pôžičiek od Európskej Komisie a MMF.

Aj napriek mnohým štúdiám dlhovej krízy, Manasse a Roubini sú vo svojej štúdií opatrní pri hodnotení príčin dlhových problémov:

Zatiaľ čo bola značná časť výskumov zameraná na dlhové krízy vo všeobecnosti a na následné opatrenia proti týmto suverénnym krachom, makroekonomické a štrukturálne slabiny k nim vedúce zostávajú naďalej nedostatočne objasnené. Väčšina ekonómov a analytov naďalej používa jednoduché pravidlá pri posudzovaní rizík a vyhodnocovaní fiškálnej udržateľnosti. Veľmi často niesú tieto pravidlá založené na kvantitatívnej analýze, preto s veľkou pravdepodobnosťou môžu prehliadať isté významné ukazovatele, ktoré vedú k suverénnej dlhovej kríze. [Manasse a Roubini, 2005]

1.2 Problém vysokého dlhu

Prečo sa ekonómovia tak obávajú keď vlády pripúšťajú veľký deficit verejných financií a rýchlo akumulujú vládny dlh? Pri odpovedaní na túto otázku argumentujú tým, že dlh spomaľuje zhromažďovanie kapitálu, ohrozuje stabilitu ekonomického systému a výrazne sťažuje účinnosť monetárnej politiky. V princípe nie je vysoký vládny schodok ani dobrý ani zlý. Schodky (a prebytky) môžu pomôcť zmierniť dopad daňovej záťaže na obyvateľstvo v prie-

behu rôznych období. Schodky sa ale stávajú problémom, keď vyústia do rýchlej akumulácie dlhu, keďže znižovanie vysokého zadĺženia krajiny môže trvať veľmi dlho, aj niekoľko desaťročí. Zároveň keď nahromadený verejný dlh v pomere k HDP dosahuje veľmi vysokú úroveň, je tu riziko eskalácie situácie, čo môže viesť k dlhovej kríze: napríklad, keď je vláde nemožné požičať si predajom vládnych dlhopisov, s výnimkou mimoriadne vysokých úrokových sadzieb. Prečo však v takom prípade politici radšej čakajú než aby okamžite zaviedli adekvátne opatrenia na vyrovnanie rozpočtu? To je v súčasnosti často kladená otázka v spojitosti s krízou v eurozóne. Jedným z dôvodov, prečo nápravné opatrenia prichádzajú často neskoro a sú nedostatočné je fakt, že dlhové krízy sú veľmi nepredvídateľné udalosti a vlády majú tendenciu byť krátkozraké: pokiaľ kríza neprepukne, zdráhajú sa pripustiť, že by kríza mohla nastať, pretože by potom museli riešiť situáciu zavádzaním nepopulárnych opatrení. Preto vlády často ignorujú naliehavosť okamžitého zásahu, čo len prehľbuje vážnosť a dôsledky danej situácie. Ďalším dôvodom je dopad stabilizačných opatrení na rôzne skupiny obyvateľstva (mladí, podnikatelia, dôchodcovia...). Každá z týchto skupín sa bude snažiť brániť zavedeniu opatrení, ktoré by ich mohli postihnúť. V tomto zmysle vznikajú politické skupiny s rozdielnymi záujmami. Aby nedostatok politického konsenzu nevedol k otvoreniu sociálnych nepokojov, majú vlády tendenciu odkladať fiškálne korekcie, čo umožňuje rast dlhu do miery odštartovania dlhovej krízy.

1.3 Znižovanie dlhu

Dlhy však nemôžu rásť donekonečna a preto raz nastane situácia, kedy chtiac alebo nechtiac bude vláda musieť zaviesť opatrenia na ich zníženie. V tejto časti sa pokúsime stručne analyzovať, akými spôsobmi môže vláda znížiť zadĺženosť verejnej správy.

1.3.1 Znižovanie dlhu pomocou akumulácie prebytku

Aj keď je znižovanie dlhu cez akumuláciu vládneho prebytku najlepším spôsobom ako znížiť veľký dlh, je zároveň najzložitejší. Obmedziť vládne výdavky ako sociálne dávky či penzie alebo voľba zvýšenia daní sú často politicky nepriechodné a výrazné škrtý vo vládnom rozpočte zväčša priškrcojú beh ekonomiky. Samozrejme, ak sa ekonomike danej krajiny výrazne darí a vláda hospodári bez schodkov v rozpočte, môže sa jej úspešne dariť postupne skresáť dlh bez výraznejšieho zasahovania do ekonomiky, keďže vďaka zvýšenej produkcii bude schopná vybrať na daniach viac ako potrebuje na fungovanie štátu. Ako príklad si môžeme uviesť Spojené Kráľovstvo v 19. storočí. Na začiatku 18. storočia, po vojnách s Napoleonom, pomer dlhu k HDP v Británii prekročil hranicu 200 %. Trvalo takmer sto rokov, kým sa tento pomer podarilo pomocou úsporných opatrení skresáť na 30 %. Vízia fiškálnych úspor počas mnohých desaťročí však nie je veľmi lákavá a tak sa štáty pri skresávaní dlhu uchylujú skôr k iným riešeniam.

1.3.2 Inflácia dlhu

Neočakávané zvýšenie inflácie je ďalším riešením. Od 70. rokov minulého storočia panuje trend čo najviac oddeliť centrálnu banku od vlády a zaručiť ich nezávislosť, aby mohli presadzovať politiku cielenej inflácie (2% sa súčasne považujú za dobrý štandard). Ak má centrálna banka dostatok dôveryhodnosti, dokáže sa štát pri predaji vládnych dlhopisov dohodnúť na nízkych úrokových sadzbách, keďže veritelia veria, že centrálna banka bude naďalej presadzovať politiku cielenej inflácie. Centrálna banka môže následne nákupom vládnych dlhopisov za novovytvorené peniaze odkúpiť časť vládneho dlhu, čím sa zníži dlhové zaťaženie krajiny. Neočakávaná zvýšená ponuka peňazí na trhu zvýši infláciu, ktorá znižuje reálnu hodnotu dlhu krajiny vďaka tomu, že vláde sa v predstihu podarilo vydať dlhopisy s nízkym nominálnym úrokom. Aby po takomto kroku centrálna banka nestratila svoju kredibilitu, musela by odôvodniť svoje konanie zmenou inflačného cieľu. Aj tak je pravdepodobné, že sa znížená dôvera voči centrálnej banke daného štátu prejaví

pri určovaní úroku pri predaji vládnych dlhopisov v budúcnosti. Pri inflácii dlhu treba zároveň podotknúť, že inflácia znižuje aj reálnu hodnotu peňazí vlastnených ľuďmi. Inflácia je teda formou neviditeľnej dane, keďže znižuje skutočný príjem ľudí. Takto sa do veľkej miery nepriamo dotkne odstraňovanie zadĺženia samotných obyvateľov, keď osobne splácajú dlh svojej krajiny. [Krause a Moyen, 2010]

1.3.3 Reštrukturalizácia a vypovedanie dlhu

Najrýchlejší spôsob ako sa vláda môže zbaviť časti dlhu je jeho odpísaním, respektíve reštrukturalizáciou. Reštrukturalizácia dlhu je proces, ktorý umožní verejnej alebo súkromnej inštitúcii alebo suverénnemu objektu (štát) s finančnými problémami, znížiť a prejednať svoje záväzky s cieľom zlepšiť alebo obnoviť svoju likviditu, aby mohol pokračovať vo svojej činnosti. Reštrukturalizáciu dlhu je sprevádzaná vzájomnou dohodou, kedy obidvaja dlžník aj veriteľ súhlasia s reštrukturalizáciou dlhu v zmysle umožnenia dlžníkovi zvládnuť svoje finančné ťažkosti a splatiť dlh neskôr. Najmenej podporovaný a vítaný spôsob, ako sa zbaviť dlhových ťažkostí je vypovedaním dlhu. Vypovedanie dlhu nastáva, keď dlžník bez dohody vypovie svoje záväzky alebo časť svojich záväzkov voči veriteľovi a odmietne ich splatiť alebo keď štát zavedie daň z vládnych dlhopisov, ktorá nebola očakávaná, keď investor kupoval vládne dlhopisy. Výsledkom takéhoto konania je rozpad vzťahu dôvery medzi vládou a investormi. Aj keď vypovedanie dlhu je veľmi jednoduché a lákavé riešenie ako sa zbaviť bremena dlhu (najmä zahraničného), výsledkom je strata dôvery zo strany investorov na dlhé obdobie, ktorá vedie k strate možnosti požičať si peniaze na financovanie deficitu v prípade nečakaných výdavkov.

2 Euro

Motivácia k napísaniu tejto kapitoly, v ktorej sa oboznámime so vznikom a pôvodnými podmienkami zavedenia eura plyní z toho, aby sme mohli lepšie pochopiť princípy a dôsledky pre európske štáty, ktoré sa spojili v menovú úniu. V roku 1999 Európska únia začala proces nahradenia národných mien spoločnou menou euro. 11 krajín, medzi ktorými bolo aj Francúzsko, Nemecko, Taliansko a Španielsko, sa zapojilo do tohto projektu od začiatku. Neskôr sa pripojilo ďalších 6 krajín. Niektoré krajiny ako Dánsko, Švédsko či Spojené Kráľovstvo sa rozhodli nezúčastniť sa na tomto projekte. Čo spravilo euro s Európou? Priaznivci eura pred zavedením vyzdvihovali hlavne jeho veľkú symbolickú dôležitosť. V svetle predchádzajúcich vojen medzi štátmi Európy, aký môže byť lepší dôkaz, že táto stránka histórie je už minulosťou ako zavedenie spoločnej meny? Taktiež euro podľa nich malo prispieť k vytvoreniu jednej z najväčších, ak nie najväčšej ekonomickej moci na svete. V každom prípade je zavedenie eura jedna z najväčších ekonomických udalostí začiatku 21. storočia. Napriek veľkému symbolickému i ekonomickému prínosu sa však obavy mnohých, ktorí poukazovali na nebezpečenstvo spoločnej meny naplnili. Po vypuknutí dlhovej krízy je už zrejmé, že spoločná menová politika rozdielne rozvinutých krajín bez hlbšej fiškálnej integrácie nie je vhodná kombinácia. Spoločná menová politika znamená rovnakú úrokovú mieru medzi všetkými krajinami menovej únie. No čo ak jedna krajina bude potrebovať znížiť úrokovú mieru, aby tak zvýšila spotrebu a produkciu, zatiaľ čo druhá bude požadovať nižšiu úrokovú mieru na spomalenie svojej rozmáhajúcej sa ekonomiky? [Almighini et al., 2010]

2.1 Menová únia

Predkladá sa nám teda otázka, či je eurozóna optimálna menová únia. Predtým ako odpovieme na túto otázku, skúsme si zhrnúť výhody a nevýhody menovej únie v Európe. Hlavné benefity zavedenia spoločnej meny sú rovnako makroekonomické ako aj mikroekonomické. Z mikroekonomického hľadiska

sú to:

Znížená neistota. Vďaka eliminácií kolísania výmenného kurzu sa zníži neistota ohľadom úrokových derivátov znižujúc riziko straty ich ziskovosti v budúcnosti.

Zníženie transakčných poplatkov. Európska komisia zistila, že náklady na konverziu z jednej meny na ďalšie pred zavedením eura stáli približne 0.5 % HDP EÚ.

Cenová jednotnosť. Menová únia znížila rozdiely cien identických výrobkov (aj keď cenové rozdiely ešte existujú pre náklady na dopravu a daňové rozdiely).

Medzi makroekonomické benefity menovej únie patria najmä:

Bezpečná inflácia. Krajina so zlou reputáciou pre nestálu infláciu (príklad Taliansko) si môže značne zlepšiť svoju reputáciu vytvorením menovej únie s krajinou s dobrou reputáciou (Nemecko).

Koordinácia menovej politiky. Pri ekonomicky silne previazaných krajinách ako sú krajiny európy vedie menová expanzia jedného štátu s flexibilným menovým kurzom k devalvácií a zvýšeniu domácej výroby za cenu zahraničnej. Vláda zvyčajne ignoruje negatívne dopady na druhé krajiny. V konečnom dôsledku môžu všetky krajiny stratiť, ak súčasne uplatňujú danú politiku. Spoločná mena zabraňuje vzniku takejto situácie.

Podiel na svetových rezervách. Spoločná európska mena je zárukou stability a pre svoju dôveryhodnosť sa stala významnou celosvetovou rezervnou menou. Jej podiel na celosvetových rezervách narástol z 20 na 30 percent.

Podpora obchodu. V neposlednom rade má menová únia veľmi pozitívny vplyv na obchodovanie medzi členskými krajinami. Empirické štúdie ukazujú, že zavedenie eura zvýšilo mieru obchodu v eurozóne o 10 %.

Najzávažnejšia nevýhoda menovej únie je strata flexibilného výmenného kurzu, ktorý pôsobí ako automatický stabilizátor pri asymetrických šokoch v ekonomikách. Príkladom asymetrického šoku môže byť prudký pokles v dopyte po

francúzskom víne, ktorý však nemá vplyv na dopyt po víne v Írsku. Pre návrat k rovnováhe na trhu musí byť upravený skutočný výmenný kurz, avšak keďže výmenný kurz je fixný, bude to vyžadovať zníženie cien a tým pádom nižšie mzdy vo Francúzsku ako aj v Írsku.

2.2 Maastricht conditions

V zmysle bezpečného fungovania európskej menovej únie musí každá krajina pre zavedenie eura splniť prijímacie kritériá, známe ako Maastrichtské kritériá (kritériá zadefinované zmluvou podpísanou európskym spoločenstvom v Maastrichte 7. februára 1992 [europa.eu]). Na vstup do eurozóny musí každá krajina splniť nasledujúce požiadavky:

- Cenová stabilita - krajina sa zaväzuje, že jej miera inflácie neprekročí úroveň troch členských krajín s najnižšou infláciou o viac ako 1.5 percenta.
- Ročný vládny deficit - pomer deficitu k HDP nesmie prekročiť 3 percentá. Ak táto požiadavka nieje splnená, pomer musí byť aspoň nepretržite a do dostatočnej miery znižovaný smerom k trom percentám.
- Verejný dlh - pomer vládneho dlhu k HDP nesmie prekročiť hranicu 60 percent
- Výmenný kurz - krajina sa musí podieľať na mechanizme výmenných kurzov Európskeho menového systému bez prerušenia v priebehu dvoch rokov pred vstupom do menovej únie bez vážnejších výkyvov zo stanoveného pásma.
- Dlhodobé úrokové sadzby - krajina sa zaväzuje, že udrží mieru dlhodobých úrokových sadzieb na úrovni ostatných členských krajín (presahovať môže 3 krajiny s najnižšou úrokovou mierou najviac o 2 percentá)

2.3 Pohľad ekonómov na zavedenie spoločnej európskej meny

Súčasná dlhová kríza v eurozóne utvrdzuje mnohých v názore, že zavedenie eura ako nadnárodnej meny nebol dobrý nápad. V tejto časti sa pozrieme na postoj ekonómov k spoločnej európskej mene pred aj po vypuknutí krízy. V článku pre Americký inštitút ekonomického výskumu autori zosumarizovali postoj amerických ekonómov k euru z obdobia jeho zavádzania [Jonung a Drea, 2010]. I napriek viere v pozitíva a silu eura, väčšina ekonómov vidí tento projekt za problémový. Vyzdvihujú najmä nerozdeliteľnosť politiky a ekonómie pri pokuse o európske menové zjednotenie. Ako uvádzajú Einchengreen a Frieden:

Rozhodnutie vytvoriť jednotnú menu a spoločnú centrálnu banku nie je výsledok spoločného a sociálneho ekonomického naplánovania v zmysle zvažovania pozitív a negatív pre zúčastnené krajiny. Je to skôr výsledok politického rozhodovania na základe referenda popularity. Vnímame európsku menovú integráciu skôr ako naskrz politický proces inšpirovaný nie čisto ekonomicky nenákladnými výpočtami založenými na optimálnej menovej únii ako skôr zvažovanie politickej bezpečnosti a medzinárodných vzťahov. Neistota a strach z politického dopadu európskej integrácie viedol mnohých k pochybnostiam o žiaducosti EMÚ.

Dornbusch zastáva podobný názor:

Zaprvé je EMÚ vnímaná ako prispievajúca k prosperite a tak k ekonomickej stabilite. Zadruhé nesie veľké riziko vpadnutia do recesie a tak k politickým problémom.

Ako autori konštatujú vo svojom článku, väčšina amerických ekonómov na prelome milénia mala negatívny postoj k zavádzaniu eura. Kritéria teórie optimálnej menovej oblasti, ktorou sa väčšina ekonómov v súčasnosti riadi, neprikladajú váhu historickým a politickým faktorom vedúcim k menovej integrácii. Je zjavné, že už pri zavádzaní eura bol postoj ekonómov k tomuto

projektu veľmi opatrný. Mnohí vyjadrili svoj názor proti a poukazovali na pravdepodobný príchod súčasných problémov. Keďže euro bolo pri svojom vzniku viacej politický ako ekonomický projekt, tieto argumenty boli prepočítané a vyvrátené vierou v pozitívnu budúcnosť. Nanešťastie poznatok z teórie optimálnej menovej oblasti, že EMÚ nemôže fungovať bez hlbšej fiškálnej integrácie sa ukázal ako pravdivý.

3 Grécka cesta

V tejto kapitole si detailne priblížime situáciu gréckej ekonomiky i to, čo jej predchádzalo. Hlšou analýzou vývoja a porovnania s inými štátmi Európy sa pokúsime nájsť príčinu dlhových problémov tejto krajiny. Vychádzame pri tom zo zdrojov [Bosworth a Kollintzas, 2001, OECD, 2011, Sauernheimer, 2011].

3.1 Pohľad do histórie

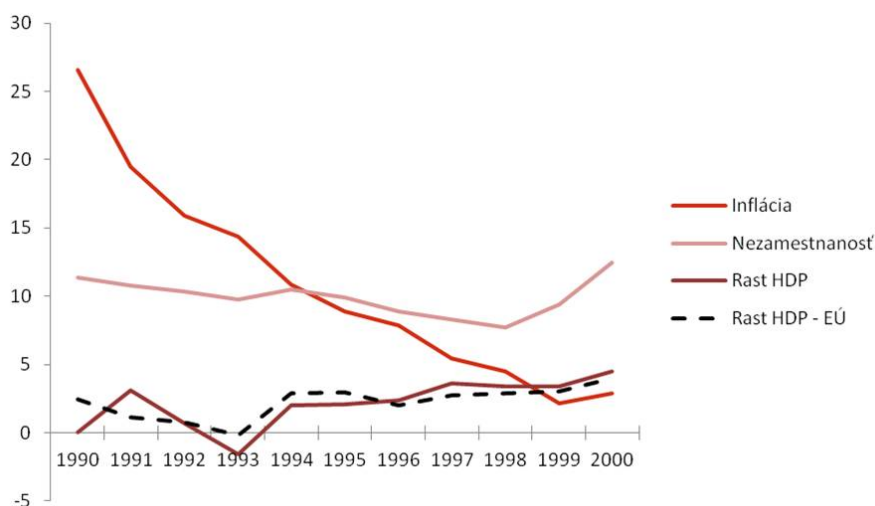
Pre hlbšie pochopenie súčasnej situácie v Grécku sa pozrieme na vývoj gréckej ekonomiky v neďalekej histórii. Ten môžeme rozdeliť na dve časti. Prvou je stagnácia v 70. a 80. rokoch dvadsiateho storočia a následná snaha o splnenie vstupných kritérií do eurozóny. Druhou časťou je zavedenie eura ako národnej meny a jeho vplyv na zvýšenie životnej úrovne v krajine, ktorý zakryl nutnosť implementácie dôležitých reform, čo viedlo k súčasnej dlhovej kríze.

3.1.1 Pred zavedením eura

Za posledné štvrtstoročie 20. storočia mala grécka ekonomika veľmi neuspokojivú mieru ekonomického rastu. Po rýchlej expanzii v rokoch po skončení občianskej vojny, rast reálneho HDP spomalil na slabých 1,5 percenta ročne v období medzi 1973 až 1995. Tento slabý výkon sa zväčša pripisuje zhoršujúcim sa podmienkam hospodárskej politiky v období po roku 1973, najmä počas osemdesiatych rokov. Od polovice sedemdesiatych rokov hospodárila vláda s veľkými a pretrvávajúcimi schodkami verejných financií a menová politika naštartovala obdobie prudkých akcelerácii inflácie. Vysoký nárast miezd viedol k stlačeniu ziskových marží a oslabeniu investičných stimulov. Ozdravenie makroekonomických ukazovateľov nastalo až v druhej polovici deväťdesiatych rokov. Za toto obdobie dosiahol rast priemernú úroveň 3.3 percenta za rok mierne presahujúc európsky priemer.

Devedesiate roky v Grécku sa vyznačovali najmä decentralizáciou ekonomiky a snahou o splnenie maastrichtských kritérií. Grécko spravilo výrazný pokrok, keď bola inflácia znížená z dvojciferných čísel na 3 %, fiškálny deficit bol tiež

výrazne znížený. Tento progres môžeme vidieť aj na Obrázku (3). Toto výrazné zníženie inflácie však bolo sprevádzané nárastom nezamestnanosti nad priemer zvyšku krajín eurozóny.



Obr. 3: 90te roky [MMF]

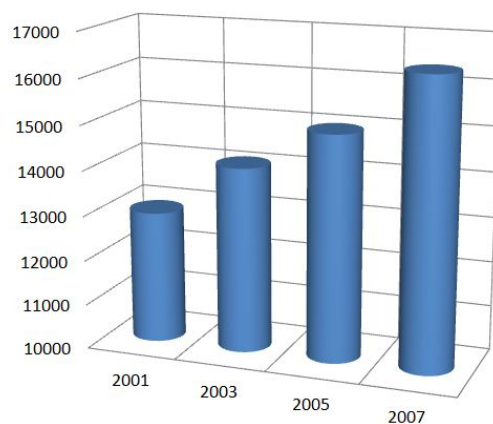
Popri daných opatreniach sa začali zavádzať štrukturálne reformy v takmer všetkých oblastiach verejného sektora. I napriek zjavne pozitívnemu vývoju však Grécko stále v mnohom zaostávalo za zvyškom členských krajín eurozóny. Bosworth a Kollintzas vo svojej práci chvália grécky progres, avšak uvádzajú, že

...súčasnú tempo ekonomického rastu znamená malú konvergenciu k priemernej životnej úrovni vo zvyšku Európy. Ak Grécko nepodstúpi potrebné reformy, bude pokračovať jeho trápenie v dolnej časti európskeho prerozdelenia príjmov. Po stabilizácii makroekonomického prostredia je ďalším krokom pre Grécko nájdenie prostriedkov na významné zrýchlenie rastu životnej úrovne. Z dlhodobejšieho hľadiska je to úloha zvýšenia produktivity práce. [Bosworth a Kollintzas, 2001]

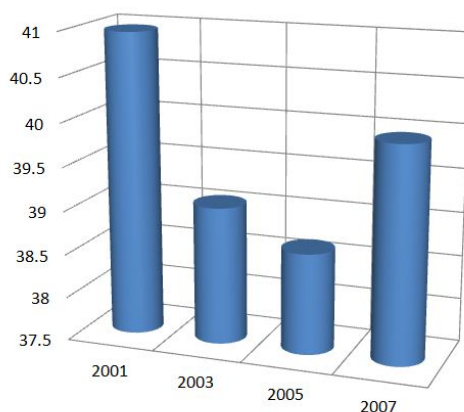
Na dosiahnutie podmienok na vstup do eurozóny muselo Grécko výrazne zvýšiť vládne výdavky. V príprave na členstvo v Európskej menovej únii však bola konsolidácia rozpočtu prioritou a keďže vláda nemohla zvyšovať svoj deficit, táto konsolidácia bola dosiahnutá zvýšením daňového zaťaženia. No narozdiel od väčšiny krajín OECD nenastala snaha o systematickú prestavbu a zefektívnenie celého daňového systému. Takisto zlyhala alebo nebola do konca dotiahnutá snaha o implementáciu potrebných štrukturálnych reform. Preto pri vstupe do eurozóny malo Grécko stále nevyriešené otázky funkčnosti výberu daní a schvalovania rozpočtu. Zjavná neschopnosť po sebe nasledujúcich gréckych vlád navrhnúť potrebné opatrenia umožnila týmto a iným podstatným chybám pretrvávajúť v organizácii štátu.

3.1.2 Po zavedení eura

Aj napriek už spomínaným problémom Grécko 1. januára 2001 vstúpilo do tretej fázy EMÚ, čím sa stalo riadnym členom eurozóny. Zakladajúc na predchádzajúcich úspechoch bola grécka vláda spojená spoločným cieľom budovať silný "sociálny štát". Aj napriek panujúcej nezhode medzi hlavnými politickými stranami ohľadom reformnej agendy krajiny, dobré ekonomické a finančné podmienky plynúce z členstva v EMÚ umožnili bez problémov rozšíriť vplyv štátu i napriek jeho mnohým nedostatkom a neefektívnosti. Na Obr.4 môžeme vidieť konštantný lineárny nárast HDP na obyvateľa za obdobie medzi rokmi 2001 až 2007. Tento rast produkcie sa výrazne pripisuje vplyvu eura na grécku ekonomiku. Následne na Obr.5 je percentuálne vyjadrenie príjmu štátu z výperu daní ku HDP. Tu zas možno pozorovať výkyvy a tendenciu skôr klesať ako stúpať, čo len potvrdzuje možné zväčšujúce sa daňové úniky.



Obr. 4: HDP na obyvateľa, konštanté ceny [MMF]



Obr. 5: vládne príjmy, percentá HDP [MMF]

3.2 Krízové roky a súčasnosť

Neschopnosť zaviesť potrebné reformy počas "dobrých" časov hospodárskeho rastu patrí medzi hlavné príčiny gréckych dlhových problémov po prepuknutí finančnej krízy z roku 2008. Správa OECD z konca roku 2011 hodnotí snahu o reformnú aktivitu nasledovne:

Súčasnú iniciatívu nesú napojené na štruktúru, ktorá by umožnila centru gréckej vlády fungovať efektívne a to v neposlednom rade ani na podporu urgentných reform, ktoré sú potrebné. Zatiaľ nie je jasné, ako existujúce i nové subjekty vlády budú spolupracovať s cieľom zabezpečiť dohľad nad potrebnými reformami a ich správny chod, vrátane potrebnej strategickej vízie a zodpovednosti, strategického plánovania, súdržnej politiky a spoločného úsilia a komunikácie. Čo je najzávažnejšie je fakt, že v zásade *neexistuje zrejmé vlastníctvo reformného programu* buď s konkrétnymi osobami v centre vlády alebo zdieľané v týchto subjektoch. *Schopnosť koordinovať s kľúčovými ministerstvami je tiež veľmi slabá.*

Ďalšia rovnako závažná slabina verejnej správy Grécka je nedostatok dôveryhodných dát pre politické rozhodovanie a to aj vrátane každodenného administratívneho manažmentu. Procesy na zhromažďovanie, triedenia a analyzovanie dát nesú zďaleka adekvátne. Z administratívneho hľadiska nie je vo zvyku uchovávať záznamy či získavať informácie z dát. Zarážajúcim príkladom je zistenie z mapovania vykonaného pre správu OECD:

Mapovanie ukázalo, že samotným manažérom je ťažko vyprodukovať informácie a k tomu sa často uchylujú k ad hoc metódam a zdrojom. Data manažment by však nemal byť vnímaný ako náhodný projekt a nemal by sa obmedzovať len na finančné dáta. Ten teraz treba podložiť trvalým, udržateľným a širším základom s k nemu zodpovedajúcimi primeranými inštitúciami, financovaním a hlavne profesionálnymi školeniami na všetkých úrovniach administratívy.

Táto absencia adekvátneho zhromažďovania a produkovania spoľahlivých dát je jednou zo zásadných prekážok pri implementácii potrebných fiškálnych reform aj v súčasnosti.

4 Čo môže Grécko urobiť?

Na začiatok tejto kapitoly treba podotknúť, že pri vytváraní názoru na makroekonómiu musíme mať vždy na pamäti, že táto veda sa snaží popísať fungovanie sveta pomocou určitých modelov na základe pozorovania javov z minulosti, z doteraz nazbieraných údajov a takisto odhadovaním správania ľudí. Racionalita človeka sa ale nikdy nedá dostatočne všeobecne odhadnúť a teda nevieme exaktne matematicky zadefinovať čo je racionálne a čo iracionálne správanie. Ako poznamenal Soros:

Racionálni ľudia nezakladajú svoje rozhodnutia na realite, ale na tom, ako realitu chápu. Tieto dve ponímania niesú nikdy to isté - aj keď sa veľkosť odchylky líši od človeka k človeku a z času na čas - je to práve tento rozdiel, ktorý zaváži. Toto je princíp omylnosti. [Soros, 2010]

Zároveň dianie vo svete nikdy nie je rovnaké a preto nemôžeme zaručiť, že udalosti sa budú správať rovnako ako za podobných podmienok v minulosti. Z tohto dôvodu vznikajú rôzne postoje k zavádzaniu makroekonomických opatrení. Avšak dlhodobým skúmaním správania sa ľudí (najmä ako celku) a pozorovaním ekonomických javov vieme z historických dát budovať očakávania, ktoré sa často zhodujú so skutočnosťou, čo svedčí o výpovednej hodnote makroekonomických ukazovateľov a zároveň zobrazuje nutosť ich štúdiá v záujme uplatňovania správnych modelov a riešení pre dobré fungovanie sveta z ekonomického poňatia. Pri zavádzaní makroekonomických modelov si však musíme byť vedomí, že každý vyjadrený názor môže byť v istom zmysle pravdivý a tým pádom daný model popíše určité dianie vo svete, no svet je vždy zložitejší ako akýkoľvek model a teda nebudeme nikdy môcť tvrdiť, že sme našli univerzálne dobré riešenie. S takýmto pohľadom si v tejto kapitole rozoberieme navrhované riešenia gréckej krízy a pokúsime sa kriticky odhadnúť a posúdiť pozitíva a negatíva ich prípadných implementácií.

4.1 Vystúpenie Grécka z eurozóny a návrat k drachme

S prehlbujúcou sa recesiou stále viac ekonómov nabáda na vystúpenie Grécka z eurozóny. Keby malo Grécko svoju vlastnú menu, jej devalvácia by bola priamou cestou k zvýšeniu konkurencieschopnosti a tým pádom k rastu ekonomiky. Je to však také jednoduché?

4.1.1 Výstup z menovej únie

V roku 2007 pred začiatkom dlhovej krízy v eurozóne Eichengreen argumentuje, že adaptácia eura je prakticky nezvratná [Eichengreen, 2010]. Spomína ekonomické i politické dôsledky, hlavný problém však vidí v celkovom mechanizme uvedenia starej meny do platnosti. Eichengreen uvádza, že snaha o výstup z eurozóny by odštartovala "matku všetkých finančných kríz". Lenže eurozóna nie je jediná menová únia na svete. Veď od konca druhej svetovej vojny už 69 krajín, území alebo iných celkov opustilo menovú úniu.

Skúsme si popísať, ako by taký výstup asi vyzeral. Výstup z menovej únie krajiny, pri ktorej neočakávame zmenu parity meny, by bol jednoduchý proces. Ako v svojom článku uvádzajú Capie a Wood [Capie a Wood, 2011], takáto krajina by jednoducho redominovala svoju menu a vytlačila nové bankovky. Obnovenie zmlúv na novú menu by samozrejme bolo vykonané na všetkých vnútroštátnych zmluvách. To by sa týkalo aj bankových vkladov v starej mene, či dlhov emitovaných na domácom trhu. Museli by byť zavedené jasné, konzistentné a legálne obhájiteľné pravidlá aktív a pasív zahraničných bánk v krajine a domácich bánk mimo krajiny. Toto všetko sú ale legálne zvládnuťelné problémy. Problémom je náš počiatočný predpoklad, že kurz meny krajiny sa pri výstupe nachádza v rovnováhe.

Zoberme si teraz krajinu, pri ktorej nik nevie odhadnúť budúcu hodnotu meny, isté je len to, že bude veľmi slabá. Toto je zvládnuťelná situácia z dlhodobého hľadiska, problémy nastávajú v krátkodobom horizonte počas tranzície. V obave zo straty hodnoty úspor obyvateľmi je veľká pravdepodobnosť takzvaného úteku na banky ("bank run") a následnej nesolventnosti bankového systému. Banky budú musieť byť dobre zásobené likviditou, inak

prídu o kapitál, keďže budú nútené predávať svoje aktíva. Prechod na novú menu by musel byť naplánovaný v čo najväčšej tajnosti a vykonaný "prakticky cez noc". Tu však nastáva možný konflikt s demokratickými princípmi. Vo svojej eseji Eichengreen rázne pripomína, že v demokracii by taký dôležitý krok ako výstup z menovej únie musel byť predchádzaný rozsiahlou diskusiou, dokonca aj prípadným referendom na danú tému. Za takýchto okolností by štát stratil možnosť rýchlej konverzie. Pomocou v tomto kroku by mohla byť banková dovolenka, čím by sa limitovala možnosť konvertovania vkladu do hotovosti počas prvých dní zavádzania novej meny. Tento krok ale môže mať aj negatívne dopady na ekonomiku, ako môžeme vidieť na príklade argentínskej menovej krízy zo začiatku 21. storočia, kedy argentínska vláda pri riešení svojich problémov vyhlásila bankové prázdniny až dva krát, ale spätne tento krok mnohí považujú za chybné opatrenie, ktoré len viedlo k prehĺbeniu krízy (viac [Schuler, 2002]).

Ďalej je tu problém, ako zaviesť novú menu do obehu bez toho, aby sa predišlo chaosu a aby sa postupne vyradila stará mena z obehu. Musíme si uvedomiť, že prechod dnes nemôžeme porovnávať s príkladmi z minulosti pre výrazný technologický vývoj spoločnosti za posledné desaťročia. Pri rozpade Československej federácie sa nezačali hneď používať nové bankovky, len sa zo dňa na deň staré okolkovali podľa toho, v ktorej krajine sa nachádzali. Naďalej ostali hodnotným platidlom, len už boli rozoznávané za buď slovenské alebo české. Tým pádom sa mohli používať až do úplného zavedenia českej a slovenskej koruny. Dnes je však problémom využívanie platidla v mnohých zautomatizovaných strojoch. Počítače by museli byť preprogramované. Bankomaty by museli byť zmenené. Platobné automaty by museli byť upravené tak, aby sa zabránilo uväzneniu motoristov v podzemných garážach a pod... Bankovky a mince by museli byť rozmiestnené do celej krajiny. Nebola by možnosť kupovania cestovných lístkov, iba ak v starej mene. Tu vidno, že štát by nedokázal zabrániť tomu, aby občania prestali používať starú menu a prešli na novú. Obyvateľstvo by preferovalo používanie starej meny, ktorá by bola funkčnejšia.

4.1.2 Dôsledky pre Grécko

Aký pohľad na znovuzavedenie drachmy môžu mať Gréci? Grécka ekonomika je v súčasnosti po piatich rokoch záporného rastu a s negatívnymi výhliadkami do budúcnosti považovaná za absolútne vyčerpanú. V dôsledku neustáleho zavádzania úsporných opatrení a možnosti využitia len vo všeobecnosti dlho trvajúcich fiškálnych opatrení sa neočakáva ani zmena v dlhodobom horizonte, čo by v porovnaní s okolitým svetom znamenalo úplnú deštrukciu ekonomiky. Z odseku prvej kapitoly o deficite verejných financií vieme, že v takejto situácii je dlh krajiny neudržateľný. Preto je z dlhodobého hľadiska výstup z eurozóny pre Grécko najlepším riešením. V súčasnosti je ekonomika v hlbkej recesii, s negatívnymi výhliadkami do budúcnosti. Platy sú vysoké a krajina je nesolventná. Keďže je členom eurozóny, nemá možnosť monetárnej politiky. Tým pádom nemôže devalvovať svoju menu na to, aby zvýšila svoju konkurencieschopnosť na zahraničnom trhu. Ak by však Grécko zaviedlo drachmu, môže ju znehodnotiť, čím výrazne zlacnejú grécke výrobky a zvýši sa po nich dopyt v zahraničí. To by naštartovalo produkciu v krajine a zvýšila by sa zamestnanosť, čo by viedlo k rastu HDP a následne väčším príjmom štátu z výberu daní, ktoré by mohli slúžiť na financovanie dlhu. Výstup grécka z eurozóny v súčasnosti vyzerá ako jediné riešenie na opätovné naštartovanie gréckej ekonomiky. Skúsme si v praxi predstaviť, ako by asi vyzerala devalvácia drachmy z pohľadu bežného obyvateľa. Na začiatku by mala 1 drachma hodnotu jedného eura, ale jej hodnota by bola rýchlo znížená na 2 drachmy za €. Predstavme si teraz, že si grécky občan kúpil dom, ktorý spláca z pôžičky v eurách v zahraničnej banke. Pred zavedením drachmy platil €600 za mesiac. Po zavedení drachmy je stále povinný platiť €600 mesačne, avšak zrazu ho to stojí 1200 drachiem ($€600 \times 2 \text{ drachmy}/€1$). Tento nárast cien by bol samozrejme ešte citelnejší, ak platy v Grécku nebudú upravené na základe devalvácie meny. Zoberme si Gréka, ktorý pred krízou zrábal €2,000 mesačne. Teraz dostáva len 2000 drachiem za mesiac, čo sa rovná len €1000, to znamená zníženie jeho životného príjmu o polovicu. Samozrejme toto by bola pre bežného Gréka katastrofa, ktorá by bola

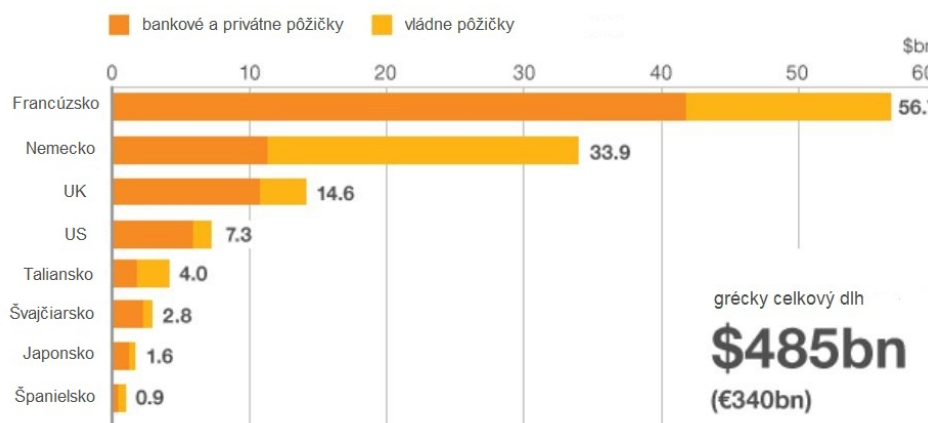
sprevádzaná chaosom a nepokojmi, kým by sa ceny a platy neupravili na adekvátnu mieru.

4.1.3 Inflácia vnútorného dlhu

Najväčším bremenom, ktoré mnohí označujú za príčinu súčasných gréckych problémov je neustále narastajúci grécky dlh (181% HDP v roku 2012 [OECD]). Pozitívom vystúpenia Grécka z eurozóny by bolo opätovné získanie možnosti využívať monetárnu politiku. To umožní vysporiadať sa s vnútorným dlhom pomocou inflácie. Aj keď je to najmenej odporúčaný spôsob, z histórie je zároveň nejpoužívanější. Vláda zatlačí na centrálnu banku, ktorá začne novovytlačenými peniazmi splácať dlh, čím sa zvýši objem peňazí v obehu a porastie inflácia. Inflácia je však "neviditeľnou" formou zdanenia, keďže s nárastom objemu peňazí sa znižuje hodnota úspor obyvateľstva. Inflácia zároveň umožňuje vláde nezodpovedne pristúpiť k valorizácii dôchodkov, poistenia a podobne. V konečnom dôsledku tak vládny dlh nepriamo zaplatia ľudia. Tu však mnohí ekonómovia varujú, že takéto narábanie z infláciu pre krajinu so slabou a nestabilnou ekonomikou, môže byť nebezpečné a zvýšená inflácia by mohla viesť k hyperinflácii. Samotné Grécko zažilo jednu z najväčších hyperinflácií na svete po druhej svetovej vojne, keď sa mesačná inflácia vyšplhala až na úroveň 13,800% [Hanke, 2010]. Z tohto dôvodu sa očakáva, že grécka centrálna banka bude veľmi opatrná ohľadom využitia inflácie na zníženie dlhu verejných financií. Výdavky spojené so zavádzaním novej meny a pretrvávajúca deficitná bilancia vlády ale budú vyžadovať ešte väčšie úpory a škrtý ako tie súčasne požadované Troikou (Európska Komisia, Medzinárodný Menový Fond a Európska Centrálna Banka). Keďže ďalšie škrtý by boli v súčasnej situácii politicky neprierodné, Grécko po vystúpení z eurozóny určite pristúpi k monetarizácii dlhu. V tom prípade, ale inflačná špirála vytlačí mzdy nahor a Grécko môže prísť o konkurenčnú výhodu získanú zavedením drachmy ak štát rýchlo nepristúpi k masívnym štrukturálnym reformám.

4.1.4 Vyhlásenie bankrotu voči zahraničným veriteľom

Viac ako polovica gréckeho dlhu je voči zahraničným subjektom. Ak by Grécko opustilo eurozónu a zaviedlo drachmu ako národnú menu, dlh štátu voči domácim subjektom by bol prevedený do novej meny, no zahraničný dlh by ostal v eurách. To by znamenalo, že kvôli devalvácii drachmy by zahraničný dlh narástol. Tento problém by mohlo Grécko vyriešiť vyhlásením bankrotu a vypovedaním svojich záväzkov v eurách voči zahraničným veriteľom. Hodnota jeho dlhu by sa zmenšila zhruba o polovicu. Týmto činom by sa ale mohlo Grécko dostať do medzinárodnej izolácie a na dlhšie obdobie by stratilo dôveru investorov, respektíve stratilo by možnosť požíčať si peniaze na finančných trhoch. V tejto situácii však prakticky je už od mája 2010, odkedy si požičiava na financovanie svojich dlhov z Eurovalu. Pre Grécko je nepríjemnejším faktom, že odmietnutie splácať svoje dlhy voči zahraničiu by mohlo viesť k vyhosteniu Grécka z EÚ, keďže ako môžeme vidieť z Obr.6, najväčší podiel na tomto dlhu majú inštitúcie Nemecka a Francúzska, dvoch najväčších ekonomík Európy. V takom prípade by mohlo zahraničie odpove-



Obr. 6: Krajiny najviac vystavené Gréckemu dlhu [BIS Quaterly Review]

dať zmrazením bankových účtov v ich krajinách vlastnených Grékmi a tiež zavedením cla na dovoz gréckych výrobkov, čo by výrazne znížili ziskánú

výhodu konkurencieschopnosti po devalvácii drachmy.

4.1.5 Dopady na eurozónu

Odchod Grécka z eurozóny by ovplyvnil všetky štáty eurozóny a v konečnom dôsledku i globálnu ekonomiku. Aj keď štáty eurozóny sú čím ďalej tým menej ochotné prispievať na financovanie gréckeho dlhu, krach investičnej banky Lehman Brothers z 15. septembra roku 2008, ktorý odštartoval prepuknutie svetovej finančnej krízy je stále silno vrytý v pamäti ekonómov a politikov. Lehman Brothers bol pripustený k bankrotu americkou centrálnou bankou s cieľom naznačiť podobným inštitúciám, že ich vláda nemieni zachraňovať za každú cenu pred krachom. Tento čin ich mal donútiť k opatrnejšiemu pôsobeniu na trhu a zavedeniu regulačných opatrení, čím by sa zmenšilo riziko ich možného bankrotu. Tento plán sa nevydaril, keďže krach Lehman Brothers odštartoval náказu a spôsobil veľké škody na finančných trhoch. Obava domino efektu podobného tomu z roku 2008 je príčinou, prečo sú účastníci eurozóny zásadne proti gréckemu odchodu. Pozrime sa na dva najpravdepodobnejšie scenáre, ktoré by v prípade vystúpenia Grécka z eurozóny mohli nasledovať. Euroskeptici tvrdia, že ak bude čo len jeden členský štát pre pretrvávajúce dlhové problémy prinútený opustiť eurozónu, je veľká pravdepodobnosť, že sa investori zľaknú, že by podobný scenár mohli nasledovať ostatné krajiny s veľkým zadĺžením ako sú Portugalsko, Írsko či Taliansko. Úroky dlhopisov týchto krajín by začali rásť a keďže Euroval zďaleka nedisponuje sumou na financovanie Talianska, tretej najväčšej európskej ekonomiky, investori by stratili dôveru v schopnosť Európy vyriešiť si svoje problémy. Kríza by sa najprv presunula do periférnych krajín eurozóny, kde by sme mohli pozorovať takzvaný "bank run"(beh na banku) pre obavy ľudí pred bankrótom bánk, ktoré majú veľkú spoluúčasť na gréckom dlhu. V Tabuľke 1 môžeme vidieť potencionálne najviac ovplyvnené inštitúcie a krajiny ich rezidencie.

Tieto inštitúcie by museli byť zachraňované vládami krajín v ktorých sídlia. To by sa vykrylo pôžičkami z Európskeho fondu finančnej stability (EFSF),

čím by sa ale ďalej zvyšovala zadlženosť týchto krajín. Na odľahčenie situácie by Európska centrálna banka začala nakupovať dlhopisy najrizikovejších krajín ako to spravila pri kúpe talianskych a španielskych dlhopisov koncom roka 2011, keď úrok z ich dlhopisov začal nekontrolovateľne rásť. To však bude viesť k zvýšeniu inflácie a ovplyvneniu nezávislosti ECB. Výrazným odporcom takejto politiky je najsilnejšia ekonomika Európy, Nemecko. Zároveň by sa problém nesolventnosti mohol rozšíriť naprieč bankovým sektorom, čo by malo ešte negatívnejší vplyv na globálnu ekonomiku ako bol pád Lehman Brothers. V takomto prípade by zrejme došlo k vystúpenia Nemecka z eurozóny, ktoré by už nebolo ochotné splácať váhu dlhov ostatných krajín a zároveň by sa takto pokúsilo ochrániť svoje banky pred prípadným krachom. To by ale viedlo k celkovému rozpadu eurozóny a zániku eura.

Druhý scenár toho, ako by odchod Grécka z eurozóny ovplyvnil ostatné krajiny je značne optimistickejší. Vzhľadom k tomu, že dlhová kríza eurozóny už trvá niekoľko rokov, eurozóna mala čas pripraviť sa na prípadný výstup jednej z členských krajín. Sám Jean-Claude Juncker, predseda Euroskupiny, to hodnotil slovami:

Pracujeme na tom ako sa zabezpečiť, že to nebude nešťastie pre ľudí v Nemecku, Luxemburgsku, eurozóne. Sme absolútne pripravení na danú situáciu. [economictimes.com]

V takomto prípade by mohli trhy zareagovať pokojne keďže očakávajú pripravenosť krajín eurozóny na danú situáciu a ak by sa následne štátom podarilo uchrániť svoje inštitúcie vlastniace grécky dlh pred krachom krátkodobým deficitným financovaním, je tu možnosť upokojenia ekonomickej situácie a v zmysle hlbšej európskej integrácie potenciál pre zvýšený hospodársky rast v eurozóne.

4.2 Financovanie dlhu z EFSF, EFSM a fiškálne opatrenia

Ak by Grécko zotrvalo v eurozóne, neostáva mu iná možnosť ako naďalej zavádzať úsporné opatrenia predpísané predstaviteľmi Troiky, aby neprišlo o možnosť požíčavania si od ostatných krajín eurozóny financie za nízky úrok.

4.2.1 Euroval

Na presné opísanie udalostí sa musíme vrátiť na začiatok mája 2010, kedy obavy z toho, že by grécka dlhová kríza mohla byť príliš nákladná a nákazlivá viedli k vytvoreniu nových úverových zariadení EFSF (Európsky fond finančnej stability) a EFSM (Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu), na Slovensku všeobecne známych pod pojmom euroval. Euroval vznikol s účelom udržiavať finančnú stabilitu v európskej monetárnej únii zabezpečením dočasnej finančnej podpory členským krajinám v prípade potreby. Každá členská krajina eurozóny sa zaručila spolupodieľať sa na financovaní eurovalu. V Tabuľke 2 môžeme vidieť celkovú sumu (v miliardách €) a percento prislúchajúce každej krajine.

Takto bol vytvorený európsky mechanizmus krytý členskými krajinami eurozóny s podporou MMF, čím získal vysokú hodnovernosť. Z ekonomického hľadiska sa vznik eurovalu všeobecne považuje za získavanie času. Tento čas dáva krajinám s finančnými problémami priestor na výrazné fiškálne reformy v zmysle nápravy finančného sektora a opätovného získania dôvery zo strany investorov. Zároveň, aj keď tento fakt mnohí popierajú, tento čas slúži zvyšku eurozóny na prípravu a zmiernenie dôsledkov prípadného vystúpenia niektorej z postihnutých krajín z eurozóny. Z dlhodobého hľadiska je však čisto financovanie Grécka z eurovalu neudržateľné. Toto stanovisko silne hájil hlavný ekonóm Citigroup vo svojom rozhovore pre VoxEU:

Po odsúhlasenej druhej pôžičke pre Grécko v hodnote 130 miliárd eur sú oficiálne výhliadky znížiť grécky dlh za nasledujúcich 8 rokov na 120 % HDP. Ak by sme sa aj dostali na 120% HDP, to stále

nie je číslo, ktoré by dokázala desaťročím úspor, šktoov a protestov rozvrátená grécka ekonomika zvládnuť. Po predchádzajúcich rokoch je zjavné, že súčasný stav neprospieva krajine. Ekonomika upadá do stále hlbšej recesie, aj za pomoci doterajších pôžičiek z eurovalu sa nepodarilo ani zastaviť nárast gréckeho dlhu, nezamestnanosť v krajine stúpa, čo znamená nižší príjem z výberu daní a zvýšené náklady na sociálne dávky. Z ekonomického hľadiska je v takomto stave zlepšenie konkurencieschopnosti a tým nárast produkcie v krajine nemysliteľné. Zároveň slabne politická vôľa nasledovať proeurópsku politiku. V žiadnom prípade sa nedá spraviť z Grécka kolóna Bruselu, Frankfurtu a Washingtonu a brať ho ako poddané kráľovstvo nasledujúcich 8 rokov. [Buiter, 2012]

Ak by malo Grécko pretrvávajúť v takomto stave, sú tu obavy, že by to mohlo viesť k rozvráteniu štátu alebo až k občianskej vojne.

4.2.2 Reštrukturalizácia dlhu a zvýšenie ekonomickej konkurencieschopnosti

Olivier Blanchard, hlavný ekonóm MMF, uvádza, že na to aby sa Grécko vrátilo k zdraviu potrebuje dve veci: menšie dlhové bremeno a zlepšenú ekonomickú konkurencieschopnosť. Aby sa krajina dokázala vysporiadať s veľkým dlhom, potrebuje si udržať vysoký kontinuálny rast produkcie. Je zrejmé, že toto nebude možné v blízkej budúcnosti v prípade Grécka. Preto bolo nutné pristúpiť k reštrukturalizácii dlhu. Reštrukturalizácia dlhu nastane po tom, čo väčšina veriteľov pristúpi na odpísanie istého percenta dlhu. Z ekonomického hľadiska je reštrukturalizácia dlhu to isté ako vyhlásenie bankrotu. Po dlhých vyjednávaniach viac ako 75 % držiteľov gréckych dlhopisov pristúpilo na reštrukturalizáciu gréckeho dlhu vo februári 2012. Tieto opatrenia boli prijaté s pozitívnym ohlasom. Ako uvádza Blanchard:

Potrebné bolo vykonané. Teraz je čas pre Grécko zohrať svoju rolu - s trvalým politickým odhodlaním zaviesť zložité, ale po-

trebné fiškálne, finančné a štrukturálne reformy, ktoré boli odsúhlasené ako súčasť programu podporovaného gréckymi partnermi v eurozóne a MMF. Je to veľká výzva, ale aj príležitosť poskytnutá Grékom súkromnými i úradnými veriteľmi. V prvom rade musí Grécko skresť deficit štátneho rozpočtu. V opačnom prípade jednoducho znehuje progres, ktorý sa podarilo dosiahnuť reštrukturalizáciou dlhu. Už v súčasnosti dosiahnutý pokles primárneho deficitu z 10 na 3 percentá je ohromujúci, ale musí byť znížený ešte viac. Už jednoducho neexistuje alternatíva. Viac výdavkov musí byť zoškrtaných. Na strane výberu daní sa treba zamerať na dôslednosť a spravodlivosť, aby sa zabezpečilo, že bohatí ľudia skutočne zaplatia svoju časť. Súčasne, čo je možno ešte dôležitejšie, bude Grécko musieť znížiť negatívny rozdiel medzi vývozom a dovozom a to z dvoch dôvodov. Poprvé, žiadna krajina nemôže fungovať z negatívnou bilanciou vývozu a dovozu a požíčovať si od zvyšku sveta donekonečna. Podruhé, keďže úsporné opatrenia znížia domácu spotrebu, jediná možnosť ako sa vrátiť k rastu je spolahnúť sa na zahraničný dopyt. A Grécko má v tejto oblasti stále deficit na úrovni 10 % HDP. Na zníženie tohto deficitu sa krajina musí stať konkurencieschopnejšou, predať viac v zahraničí a kúpiť menej zo zahraničia. V súčasnosti sa rovná grécky export len 14 percentám celkovej produkcie v krajine. Ale ako zvýšiť konkurencieschopnosť? Existujú dve možnosti: stať sa produktívnejším alebo znížiť platy. Prvý spôsob je príťažlivejší, ale ťažko vykonateľný. Keďže mnohé z odvetví v Grécku majú veľkú neefektívnosť produkcie, potrebné reformy budú vyžadovať zmeny v reguláciách a správaní, z ktorých ani jedno nieje ľahko dosiahnuteľné. Program, ktorý sa snaží grécka vláda zaviesť, sa snaží identifikovať, kde a ako môže byť dosiahnutý progres. Zoznam je dlhý, ale realizácia je ťažká, výsledky neisté a vo väčšine prípadov sa neukážu hneď. To znamená potrebu zníženia miezd, aspoň do-

kým sa neodrazí vyššia produktivita. To je najjednoduchšie dosiahnuteľné devalváciou meny. V krajine, ktorá je súčasťou menovej únie táto možnosť nieje a preto to musí byť dosiahnuté znížením nominálnych miezd a cien. V Grécku sa platy zvyšovali rýchlejšie ako bol nárast produktivity počas niekoľkých rokov. Jednotkové náklady práce - čo je kľúčový ukazovateľ konkurencieschopnosti - vzrástol o viac ako 35 % medzi 2000-2010, v porovnaní s len 20-percentným rastom v eurozóne. Toto treba vrátiť naspäť. Najlepšia cesta napred by teda bola znížením miezd a cien, čím by sa predišlo bolestivému procesu adaptácie úsporných opatrení a potrebných reforiem. Problémom je podpora tohto činu naprieč politickým spektrom v Grécku. [Blanchard, 2012]

Mnohí namietajú, že naopak zvýšenie miezd by bol adekvátny krok vpred. Samozrejme z krátkodobého hľadiska by nárast miezd zvýšil dopyt a tým pádom aj rast, lenže tým sa stále nevyriešil problém konkurencieschopnosti. Narastajúci dovoz a klesajúci vývoz nepomôžu k obnove ekonomiky. V konečnom dôsledku by zvýšenie platov nemalo požadovaný efekt.

Záver

Dlhová kríza eurozóny je v súčasnosti najväčším ekonomickým problémom, ktorý môže do značnej miery ovplyvniť globálnu ekonomiku. V tejto práci sme analyzovali príčiny jej vzniku najmä v problémovej krajine Grécku. Na začiatok sme zdefinovali potrebné časti z teórie opierajúc sa o niektoré publikácie a naše poznatky z makroekonómie. Jednu kapitolu sme venovali európskej menovej integrácii, ktorá je dôležitá pre uvedenie si politizácie tohto ekonomického projektu. Vo zvyšku práce sme sa hlbšie zaoberali vývinom gréckej ekonomiky až do súčasného krízového stavu. Ako uvádzame v práci, asi najzásadnejším problémom bola nedostatočná implementácia alebo absolútne vynechanie niektorých dôležitých štrukturálnych reform, ako napríklad reforma daňového systému. Ďalší závažný problém, ktorý znemožnil rýchlu a dôslednú reakciu na vypuknutú situáciu, bol nedostatok dôveryhodných dát a neschopnosť ich produkcie väčšinou gréckych vládnych inštitúcií. Na záver práce sme najmä na základe výskumných článkov významných svetových inštitúcií a názorov uznávaných ekonómov predostreli a objektívne posúdili možné riešenia pre grécke problémy. Dve najočakávanejšie riešenia, ktoré sme v práci najhlbšie rozoberali, sú návrat Grécka k drachme a kontinuálna snaha o úspory spojená so systematickou implementáciou potrebných reform a podporou financovania z eurovalu. Poznamenávame, že cieľom tejto práce nebolo nájsť univerzálne najlepšie riešenie súčasnej situácie, ale skôr ju exaktnou analýzou získaných údajov popísať a skúmať príčiny jej vzniku.

Literatúra

- [Almighini et al., 2010] AMIGHINI A., BLANCHARD O., GIAVAZZI F., 2010. *Macroeconomics: a European Perspective*. Harlow: Prentice Hall, 2010. ISBN-10: 0-27-372800-8.
- [Blanchard, 2009] BLANCHARD O., 2009. *Macroeconomics*. 5th Edition, New Jersey: Pearson Education, 2009. ISBN-10: 0-13-207963-1.
- [Blanchard, 2012] BLANCHARD O., 2012. *The logic and fairness of Greece's programme*. voxEU, dostupné na internete (22.04.2012): <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7759>
- [Boďa, 2012] BOĎA J., osobná konzultácia, FMFI UK, Bratislava, 2012.
- [Bosworth a Kollintzas, 2001] BOSWORTH B., KOLLINTZAS T., 2001. *Economic Growth in Greece: Past Performance and Future Prospects*. Athens University of Economics and Business: 2001. dostupné na internete (6.12.2011): <http://www.aueb.gr/imop/papers/enteka.pdf>
- [Buiter, 2012] BUITER W., 2012. *Greece and the Eurozone: Political leaders should get off their high horses*. interwiev pre voxEU, dostupné na internete (22.04.2012): <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7646>
- [Capie a Wood, 2011] CAPIE F., WOOD G., 2011. *How to Leave a Monetary Union*. Social Science Research Network working paper: E42/N10, 2011. dostupné na internete (20.4.2012): <http://ssrn.com/abstract=1967829>
- [Carlin a Soskice, 2006] CARLIN W., SOSKICE D., 2006. *Macroeconomics: Imperfections, Institutions & Policies*. New York: Oxford University Press Inc., 2006. ISBN: 0-19-877622-5.
- [economictimes.com] economictimes.com, 2011. *Greece cannot stay in euro zone at any price*. Reuters, dostupné na internete (21.04.2012):

<http://economictimes.indiatimes.com/news/international-business/greece-cannot-stay-in-euro-zone-at-any-price-eurogroup-head-jean-claude-juncker/articleshow/10591989.cms>

[Eichengreen, 2010] EICHENGREEN B., 2010. *The euro: love it or leave it?*. dostupné na internete (30.03.2012): <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/729>

[europa.eu] europa.eu, 2006. *Consolidated versions of the treaty on European Union and of the treaty establishing the European Community*. Official Journal of the European Union : C 321, E/3. dostupné na internete (09.04.2012): <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/ce321/ce32120061229en00010331.pdf>

[Hanke, 2010] HANKE S. H., 2010. *The Baltics, Bulgaria and Greece*. Cato Institute, dostupné na internete (30.03.2012): <http://www.cato.org/publications/commentary/baltics-bulgaria-greece>

[Jonung a Drea, 2010] JONUNG L., DREA E., 2010. *It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002*. American Institute for the Economic Research journal: Volume 7, Number 1, pp 4-52, 2010.

[Krause a Moyen, 2010] KRAUSE M., MOYEN S., 2010. *Public Debt and Inflation Incentives*. Economic Research Center of Deutsche Bundesbank: 2010. dostupné na internete (18.4.2012): http://www.eea-esem.com/files/papers/EEA/2010/1765/Krause_Moyen_v6.pdf

[Manasse, 2012] MANASSE P., 2012. *Two lessons from the Greek crisis*. dostupné na internete (2.5.2012): <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7709>

[Manasse a Roubini, 2005] MANASSE P., ROUBINI N., 2005. *"Rules of Thumb" for Sovereign Debt Crises*. International Monetary Fund

- working paper: WP/05/42, 2005. dostupné na internete (19.4.2012):
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0542.pdf>
- [MMF] Štatistická databáza MMF. *World Economic Outlook Database September 2011*. dostupné na internete (6.12.2011):
<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>
- [OECD] Štatistická databáza OECD. *General government gross financial liabilities as a percentage of GDP*. dostupné na internete (6.12.2011): http://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-debt_gov-debt-table-en
- [OECD, 2011] OECD, 2011. *Greece: Review of the Central Administration*. OECD Governance Reviews: OECD Publishing, 2011.
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264102880-en>, ISSN : 2219-0414 (online)
- [Pescatori a Sy, 2004] PESCATORI A., SY A., 2004. *Debt Crises and the Development of International Capital Markets*. International Monetary Fund Working Paper: WP/04/44, 2004. dostupné na internete (6.12.2011): <http://www.ksri.org/bbs/files/research02/wp0444.pdf>
- [Sauernheimer, 2011] SAUERNHEIMER K., 2011. *Greece: Bail-out packages, current account and foreign debt*. dostupné na internete (22.04.2012):
<http://www.ifo.de/portal/pls/portal/docs/1/1213591.PDF>
- [Schuler, 2002] SCHULER K., 2002. *Fixing Argentina*. A Cato Institute working paper: 2002. dostupné na internete (20.4.2012):
<http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/docelec/MU1901.pdf>
- [Soros, 2010] SOROS G., 2010. *The Sovereign Debt Problem*. dostupné na internete (30.03.2012): http://www.georgesoros.com/interviews-speeches/entry/the_sovereign_debt_problem/

Tabuľky

1	Eurosystem SMP	EÚ	13%	49 miliárd €
2	European Union Loans	EÚ	10%	38 miliárd €
3	Greek public sector funding	Grécko	8%	30 miliárd €
4	RoW official institutions		7%	25 miliárd €
5	The IMF	IMF	5%	15 miliárd €
6	The National Bank of Greece	Grécko	3%	13.7 miliardy €
7	European central banks	EÚ	3%	13.1 miliardy €
8	Piraeus Bank	Grécko	3%	9.4 miliardy €
9	Eurobank EFG	Grécko	2%	9 miliárd €
10	FMS (bailed out banks Depfa and HRE)	Nemecko	2%	6.3 miliardy €
11	Bank of Greece legacy loans	Grécko	2%	6 miliárd €
12	BNP Paribas	Francúzsko	1%	5 miliárd €
13	ATE Bank	Grécko	1%	4.6 miliardy €
14	AlphaBank	Grécko	1%	3.7 miliardy €
15	Dexia	Bel/Lux/Fr	1%	3.5 miliardy €
16	Hellenic Postbank	Grécko	1%	3.1 miliardy €
17	Generali	Taliansko	1%	3 miliardy €
18	Commerzbank	Nemecko	1%	2.9 miliardy €
19	Societe Generale	Francúzsko	1%	2.9 miliardy €
20	Marfin	Grécko	1%	2.3 miliardy €

Tabuľka 1: Vlastníci gréckeho dlhu (Barclays)

Rakúsko	21639	2.78 %
Belgicko	27032	3.47 %
Cyprus	1526	0.20 %
Estónsko	1995	0.26 %
Fínsko	13974	1.79 %
Francúzsko	158488	20.31 %
Nemecko	211046	27.06 %
Grécko	21898	2.81 %
Írsko	12378	1.59 %
Taliansko	139268	17.86 %
Luxemburgsko	1947	0.25 %
Malta	704	0.09 %
Holandsko	44446	5.70 %
Portugalsko	19507	2.50 %
Slovensko	7728	0.99 %
Slovinsko	3664	0.47 %
Španielsko	92544	11.87 %

Tabuľka 2: Podiel krajín na eurovale (EFSF)