

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY



DLHOVÁ KRÍZA V EUROZÓNE - SYSTÉMOVÉ PRÍČINY

BAKALÁRSKA PRÁCA

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY



DLHOVÁ KRÍZA V EUROZÓNE - SYSTÉMOVÉ PRÍČINY

BAKALÁRSKA PRÁCA

Študijný program: Ekonomická a finančná matematika
Študijný odbor: 1114 Aplikovaná matematika
Školiace pracovisko: Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky
Vedúci práce: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc.



Univerzita Komenského v Bratislave
Fakulta matematiky, fyziky a informatiky

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Lucia Kubalová
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: Dlhová kríza v Eurozóne - systémové príčiny
Cieľ: Cieľom práce je analyzovať systémové nedostatky Európskej menovej únie, ktoré mohli viesť k dlhovej kríze 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

Touto cestou by som sa chcela poďakovať predovšetkým môjmu vedúcemu bakalárskej práce doc. RNDr. Jánovi Bod'ovi, CSc. za jeho odborné rady a ochotu vždy pomôcť.

Abstrakt

KUBALOVÁ, Lucia: *Dlhová kríza v Eurozóne – systémové príčiny* [Bakalárska práca], Univerzita Komenského v Bratislave, Fakulta matematiky, fyziky a informatiky, Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky, vedúci práce: doc. RNDr. Ján Boďa, CSc., Bratislava, 2012, 37s..

Hlavným námetom tejto bakalárskej práce je aktuálna dlhová kríza, ktorá prepukla v eurozóne a jej systémové príčiny. V prvej kapitole sa oboznámime s Európskou menovou úniou (eurozónou). Zaujíma nás za akým účelom vznikla, aké sú podmienky vstupu a výhody, ktoré prináša jej členstvo. Ukážeme si, akú úlohu zohráva v spoločnej menovej únii Európska centrálna banka. Oboznámime sa s jej cieľmi a Taylorovým pravidlom. V druhej kapitole sa najprv venujeme subjektom, ktoré zapríčinili dlhovú krízu v eurozóne. Bližšie sa pozrieme na ratingové agentúry a problémy spojené s ich hodnotením. Prejdeme ku systémovým nedostatkom Európskej menovej únie. Priblížime si problém stratenej konkurencieschopnosti, krízy likvidity a solventnosti. Porovnáme medzi sebou dve krajiny, ktoré sa odlišujú tým, že jedna je členom spoločnej menovej únie a druhá nie je. V záverečnej tretej kapitole si ukážeme silu sebanaplňujúcich očakávaní.

Kľúčové slová: eurozóna, dlhová kríza, Európska centrálna banka, solventnosť, konkurencieschopnosť.

Abstract

KUBALOVÁ, Lucia: *The debt crisis in the Eurozone – systemic causes* [BachelorThesis], Comenius University in Bratislava, Faculty of Mathematics, Physics and Informatics, Department of Applied Mathematics and Statistics; Supervisor doc. RNDr. Ján Bod'a, CSc., Bratislava, 2012, 37p.

The main topic of this bachelor thesis is the debt crisis in the euro area and its systemic causes. In the first chapter we introduce the European monetary union (euro area). We are interested in purpose of its formation, the conditions of entry and benefits arising from membership in the euro area. We show the role of the European central bank in the common monetary union and get familiar with its goals and the Taylor's rule. In the second chapter we focus on the subjects that have played a role in development of the debt crisis. We describe closer the problem of rating agencies and problem with the destabilizing movements in the financial markets. Then, we proceed to the systemic flaws in the functioning of European monetary union. We mainly target the problem of lost competitiveness, crisis of liquidity and solvency. We compare two countries, the first one is the member of monetary union and the other one is not. In the final third chapter we discuss the force of the self-fulfilling expectations.

Key words: euro area, debt crisis, European central bank, solvency, competitiveness

Obsah

Obsah	6
Zoznam skratiek a značiek.....	7
Úvod	8
1 Európska menová únia	9
1.1 Podmienky vstupu do Európskej menovej únie	9
1.2 Úspechy Európskej menovej únie	10
1.3 Európska centrálna banka.....	11
1.3.1 Ciele ECB	12
1.3.2 Taylorovo pravidlo ECB.....	12
2 Dlhová kríza v eurozóne	15
2.1 Grécko	15
2.2 Finančné trhy a ratingové agentúry	15
2.3 Orgány Európskej menovej únie	17
2.4 Systémové nedostatky Európskej menovej únie	17
2.4.1 Nesúlad v členských krajinách eurozóny.....	18
2.4.2 Asymetrické šoky.....	19
2.4.3 Jednotkové náklady práce	21
2.4.4 Euro, mena bez vlastnej krajiny	24
3 Sebanaplňujúce očakávania	30
3.1 Viacnásobné rovnováhy	30
Záver	33
Zoznam použitej literatúry	34

Zoznam skratiek a značiek

EMÚ	Európska menová únia
ECB	Európska centrálna banka
HDP	Hrubý domáci produkt
FED	Federal Reserve System
ULC	Jednotkové náklady práce
RULC	Relatívne jednotkové náklady práce

Úvod

Súčasný stav Európskej menovej únie (eurozóny) nie je ani zďaleka taký, aký bol v roku 1999, keď bola spoločná menová únia založená. Dôvodom je aktuálna dlhová kríza, ktorá naplno prepukla v členských krajinách eurozóny. Hlavnou myšlienkou tejto bakalárskej práce je poukázať, že na príčine súčasnej situácie nie je len Grécko, ako uvádzajú mnohí autori. Zapletené sú do nej aj ratingové agentúry s finančnými trhmi, Európska centrálna banka i vlády jednotlivých členských krajín. Za hlavnou príčinou sú ale systémové nedostatky v Európskej menovej únii.

Vstup do spoločnej menovej únie priniesol veľa výhod. Zavedenie spoločnej meny odstránilo riziko spojené s výmennými kurzami, ktorých vývoj je nepredvídateľný. Dopomohlo to k rastu medzinárodného obchodu a toku kapitálu v rámci eurozóny. Za veľký úspech sa tiež pokladá vznik Európskej centrálnej banky, ktorá má na starosti monetárnu politiku v eurozóne. Po prepuknutí dlhovej krízy v členských štátoch sa ale začali odkrývať nedostatky spoločnej menovej únie.

Ukázalo sa, že spoločná mena nie je v istých oblastiach až taká výhodná. Po vstupe do Európskej menovej únie sa krajiny vzdali svojej meny a tým i kontroly nad ňou. Keď mali krajiny problémy s konkurencieschopnosťou, devalváciou svojej meny dokázali tento problém vykompenzovať. V spoločnej menovej únii sa to už urobiť nedá. Členské štáty tiež stratili kontrolu nad objemom a tokom likvidity v danej krajine.

Veľkú rolu s problémami s likviditou zohrávajú investori. Keď raz začnú predpokladať, že krajina je nesolventná, tak predajú svoje dlhopisy danej krajiny a investujú dané eurá v inej členskej krajine eurozóny. Týmto sa objem likvidity v krajine zníži. Nakoniec to môže skĺznuť ku kríze likvidity, ktorá sa môže neskôr prehĺbiť do krízy solventnosti. A tak sa môžu naplniť očakávania investorov. Krajina sa stane nesolventnou, lebo investori predpokladajú, že nesolventná je.

Najaktuálnejším problémom v eurozóne, ktorý je tiež dôvodom dlhovej krízy, je strata konkurencieschopnosti periférnych krajín. Tento problém vznikol zo zlého nastavenia monetárnej politiky pre dané krajiny, čo spôsobilo prehrievanie sa ekonomiky v týchto štátoch. Získanie späť stratenej konkurencieschopnosti môže byť ale veľmi bolestivý proces.

1 Európska menová únia

Jedným z cieľov spoločného rozširujúceho sa trhu bolo i odstránenie obmedzení pre pohyb kapitálu. Neskôr sa však začala klásť otázka, či možno daný cieľ dosiahnuť, keď budú členské štáty spoločného trhu i naďalej uplatňovať svoju odlišnú menovú politiku. Finančné transakcie, ktoré prebiehajú medzi týmito štátmi musia uskutočniť kurzovú výmenu. Ako vieme, výmenné kurzy sú nestabilné a dopredu sa nedajú predvídať. Členské štáty si stanovujú svoju vlastnú menovú politiku, a tak sa výkyvy výmenných kurzov odzrkadľujú od ich vnútorných procesov. Pre podnikateľov je v takomto prípade pohyb kapitálu, ale aj tovarov či služieb veľmi rizikový. Po poznaní tejto nestability začali členské štáty Európskej únie postupne zvažovať menovú integráciu a k tomu sa pridružujúcu myšlienku menovej únie.

Európska menová únia, tzv. eurozóna, je územie tvorené členskými štátmi Európskej únie, ktoré prijali spoločnú menu euro. Eurozóna vznikla s oficiálnym zavedením eura, súbežne s národnými menami, v januári 1999. Európske bankovky a mince nahradili všetky národné meny v prvých dvanástich členských krajinách Európskej únie v marci 2002 a euro sa stalo ich jediným zákonným a oficiálnym platidlom. Neskôr sa pridali k eurozóne aj ďalšie štáty. V súčasnosti tvorí eurozónu sedemnásť štátov. Sú to Rakúsko, Belgicko, Cyprus, Estónsko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Grécko, Írsko, Taliansko, Luxembursko, Malta, Holandsko, Portugalsko, Slovensko, Slovinsko a Španielsko.

1.1 Podmienky vstupu do Európskej menovej únie

Výmena národnej meny za novú menu euro je veľká zmena, ktorá si vyžaduje veľa príprav. Nie je také jednoduché vymeniť menu a ešte k tomu súčasne vo viacerých krajinách naraz. Tieto krajiny sú predsa odlišné vo viacerých smeroch. Pred prijatím eura musia členské štáty splniť určité kritériá. Tieto majú za úlohu zabezpečiť, aby daná krajina bola pripravená na prijatie spoločnej meny, ktorá je odolná voči inflácií a nemala problémy so zapojením sa do spoločnej menovej únie. Sú nevyhnutné z dôvodu fungovania menovej únie a stability ekonomiky. Tieto kritériá sa nazývajú Maastrichtské konvergenčné kritériá a uvádzajú sa nasledovne:

1. **Cenová stabilita:** ročná úroveň miery inflácie nesmie presiahnuť priemernú mieru inflácie o viac ako 1,5 percenta troch členských štátov, ktoré majú najnižšiu mieru inflácie.

-
2. **Verejné financie:** ročný deficit vládneho rozpočtu musí zostať pod úrovňou 3 percent hrubého domáceho produktu (HDP) a celkový verejný dlh nesmie presiahnuť 60 percent HDP alebo môže, ale len pod podmienkou, že má klesajúcu tendenciu.
 3. **Stabilita dlhodobých úrokových sadzieb:** ročné dlhodobé úrokové miery nesmú presiahnuť priemerné úrokové miery troch členských štátov s najnižšou mierou inflácie o viac ako 2 percentá.
 4. **Stabilita výmenného kurzu:** národná mena nemôže byť počas 2 rokov pred vstupom do menovej únie devalvovaná v rámci mechanizmu výmenných kurzov Európskeho menového systému.

1.2 Úspechy Európskej menovej únie

V minulosti bol vznik väčšiny menových únií podnecovaný ako dôsledok vojenských ťažení alebo v rámci politických zjednotení. Toto však nebol prípad v Európe v roku 1990, kedy sa dal do pohybu proces menovej integrácie. Prvým z dôležitých historických úspechov je samotný fakt, že európskym krajinám sa podarilo dospieť do menovej únie mierovým procesom. Menová únia sa začala značne vyvíjať, čo viedlo k zriadeniu Európskej centrálnej banky (ECB), ktorá má za úlohu spravovať spoločnú menu: euro.

Zavedenie jednej spoločnej meny v eurozóne zjednotilo finančné trhy členských štátov. Euro je vzhľadom na dôveryhodnosť európskeho finančného trhu stabilnejšie a odolnejšie voči špekuláciám oproti bývalým národným menám jednotlivých členských štátov.

Výhodou zavedenia eura je odstránenie transakčných nákladov. Sú to náklady spojené s obchodovaním medzi dvomi rôznymi krajinami, ktoré majú vlastné meny. Európska komisia odhadla, že odstránenie týchto transakčných nákladov predstavuje približne pol percenta hrubého domáceho produktu. Zavedenie eura okrem toho odstránilo kurzové riziko, ktoré sa mohlo vyskytnúť pri dlhodobých zmluvách v rámci členských štátov eurozóny.

Ďalšou z výhod je i to, že sa vylúčilo riziko, ktoré bolo spojené s výmenným kurzom. Podnikatelia sa už nemusia báť následkov, ktoré plynuli z nestabilných výmenných kurzov. Investori a podnikatelia už nie sú taký opatrní, investujú a poskytujú tovary a služby v iných krajinách eurozóny. Toto všetko dopomohlo k vzrastu medzinárodného obchodu a pohybu kapitálu v rámci eurozóny. Ukázalo sa, že vznik eurozóny so zavedením eura zvýšilo obchod vo vnútri únie približne o 20 percent, čo je významný rast.

K úspechom eurozóny tiež prispela inštitucionálna organizácia. Tým, že vznikla ECB, ktorá má na starosti monetárnu politiku EMÚ a je inštitúciou, ktorá je apolitická. ECB dostala poverenie udržať cenovú stabilitu a pomerne rýchlo sa uchopila úlohy bojovníka proti inflácii, čím si získala dôveryhodnosť. ECB bola veľmi úspešná v udržaní nízkej inflácie. Od roku 1999 až po rok 2010 sa priemerná miera inflácie pohybovala okolo 2,2 percenta. Táto hodnota miery inflácie presiahla len o dve desatiny percentuálneho bodu hodnotu dvoch percent, ktorú si ECB stanovila za svoj cieľ. Táto miera inflácie je však oveľa nižšia, ako bola v čase od povojnového obdobia až po vznik eurozóny v členských štátoch. Výsledkom tohto procesu vývoja je, že eurozóna sa stala centrom pre cenovú stabilitu.

Vznik eurozóny a zavedenie eura boli bezpochyby pokladané za veľký úspech, až pokým neprišla dlhová kríza. Za týmito zdanlivými úspechmi sú hlboké štrukturálne nedostatky, ktoré sa začali prejavovať v plnej sile až po prepuknutí danej krízy. Mnoho pozorovateľov začalo prehodnocovať svoje postoje k Európskej menovej únii, ktorá sa doposiaľ javila ako veľmi prosperujúca.

1.3 Európska centrálna banka

Za menovú politiku v eurozóne je zodpovedná Európska centrálna banka, ktorá sídli vo Frankfurte nad Mohanom. Bola založená v roku 1998 a svoju činnosť zahájila v roku 1999, keď prvých jedenásť krajín prijalo spoločnú menu euro. ECB je jedna z najdôležitejších centrálnych bánk na svete.

1.3.1 Ciele ECB

Hlavným cieľom ECB je udržanie cenovej stability v eurozóne, čo súvisí s udržaním nízkej inflácie. ECB sleduje úrok, ktorým ovplyvňuje mieru inflácie. Snaží sa, aby sa ročná inflácia pohybovala okolo 2 percent.

Ak nastane v ekonomike dopytový šok, čo indikuje dočasný nárast dopytu, stane sa nasledujúce. Nárast dopytu nám zvýši produkciu, ale väčšie množstvo produkcie už nevyprodukuje rovnaký počet zamestnancov. Nastáva pokles nezamestnanosti, pretože zamestnávateľia pre vyššiu produkciu potrebujú viac pracovnej sily. Ale s nižšou nezamestnanosťou si môžu zamestnanci vyjednať i vyššiu valorizáciu platov, lebo vedia, že na trhu práce je málo ľudí, nízka konkurencia, sú menej nahraditeľní. Ale vyššie mzdy sa začnú odzrkadľovať na cenách výrobkov, ktoré producenti zvýšia, lebo začnú mať vyššie náklady, čím im poklesnú zisky. Rast cien sa ale nepáči ECB, ktorej cieľom je udržanie cenovej hladiny na danej úrovni. Keďže má v rukách nominálny úrok, zvýši ho a potom pomaly uvoľňuje, aby znížila infláciu na ciele.

1.3.2 Taylorovo pravidlo ECB

V podkapitole 1.3.1 sme uviedli, že ak celková produkcia - HDP prevýši rovnovážnu, tak ECB musí zasiahnuť aby udržala cieľovú infláciu. Taktiež môže mať ECB problémy s defláciou, ak produkcia na dlhšiu dobu klesne pod rovnováhu. ECB si dáva pozor, aby nebola odchýlka od rovnovážnej produkcie a hlavne aby udržala infláciu na úrovni 2 percent.

Podľa Taylorovho pravidla má krátkodobá nominálna úroková sadzba ECB reagovať na odchýlku hrubého domáceho produktu od potenciálneho HDP a tiež na odchýlku inflácie od inflačného cieľa ECB. Taylorovo pravidlo je formulované nasledovne:

$$i = r + \Pi + a(y - y^e) + b(\Pi - \Pi^t) \quad (1.1)$$

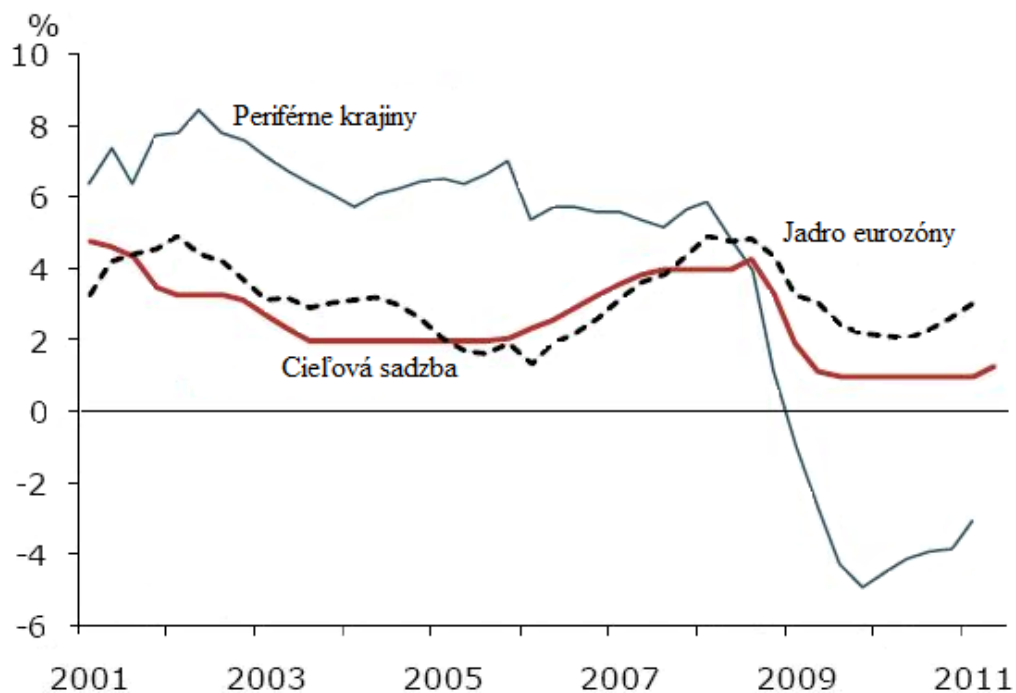
kde i je nominálna úroková sadzba, r je rovnovážna reálna úroková sadzba, Π je inflácia, Π^t je inflačný cieľ ECB, y je HDP, y^e je potenciálny HDP, a , b sú kladné konštanty, ktoré vyjadrujú dôležitosť daných odchýlok pre ECB.

Taylorovo pravidlo nám teda hovorí, ako sa má ECB, ktorá hýbe nominálnym úrokom i , zachovať pri napĺňaní inflačného cieľa a stabilizácie ekonomickej aktivity na úrovni potenciálneho výstupu. Keďže za normálnych okolností je rast HDP spojený s infláciou a pokles s defláciou, daná rovnica je definovaná korektne.

Ak napríklad inflácia prekročí požadovaný cieľ, ECB by mala reagovať tak, že zvýši úrokové sadzby. Taktiež, ak ekonomická aktivita prekročí potenciálny výstup ekonomiky, ECB by mala sadzby zvýšiť.

Problém však nastane, keď aplikujeme dané Taylorovo pravidlo v Európskej menovej únii. ECB sleduje vývoj inflácie a rast ekonomiky v eurozóne ako celku a nie osobitne pre dané krajiny. Avšak ekonomický vývoj v daných krajinách môže byť rozdielny. V tom prípade nemôže ECB nastaviť menovú politiku optimálne, lebo pre niektoré členské krajiny bude úrok nízky a pre iné príliš vysoký.

Na obr. 1.1 môžeme vidieť presne problém, ktorý nastane v perifériách eurozóny (Grécko, Španielsko, Portugalsko, Írsko) po aplikovaní Taylorovho pravidla pre eurozónu ako celok.



Obr. 1.1 Porovnanie aplikácie Taylorovho pravidla samostatne pre jadro a perifériu eurozóny s cieľovou sadzbou stanovenou ECB

Fernanda Nechio z FEDu v San Franciscu aplikovala Taylorove pravidlo za účelom stanovenia optimálnej sadzby osobitne pre perifériu (Grécko, Španielsko, Portugalsko, Írsko) i pre jadro (Nemecko, Francúzsko) eurozóny. Dané optimálne sadzby potom porovnala so skutočnou sadzbou, ktorú stanovila ECB.

Z obr. 1.1 je zrejmé, že skutočná sadzba stanovená ECB po vzniku spoločnej meny približne kopírovala optimálnu sadzbu pre jadro eurozóny. Vidíme, že pre periférne štáty bola takáto politika príliš voľná až do roku 2009. Úrok bol nižší, ako by mal byť optimálny, získaný podľa Taylorovho pravidla. Pri nižšom úroku vzrastajú investície, produkcia ekonomiky v danej krajine rastie. V daných štátoch došlo k prehrievaniu ekonomiky, čo tiež je spojené s rastom cien a miezd.

Na obr. 1.1 si môžeme ďalej všimnúť, ako sa situácia okolo roku 2009 závažne zmenila. Súčasná sadzba pre periférne štáty je príliš vysoká. Keby neboli tieto krajiny v spoločnej menovej únii, mohli by devalvovať svoju menu a uvoľniť menovú politiku. Toto je však nemožné v eurozóne. Keďže ECB nedovolí vyššiu infláciu v jadre eurozóny, doplatí na to periféria. Avšak pokles cien a miezd a tým získaná stratená konkurencieschopnosť, je veľmi bolestivý proces, ktorý indikuje vzrastajúcu nezamestnanosť a udržiavanie ekonomiky pod potenciálnym výstupom.

2 Dlhová kríza v eurozóne

Začiatkom roku 2010 sa začalo hovoriť o hrozbe dlhovej krízy v eurozóne. Vo vývoji tejto krízy majú prsty hlavne traja hráči: Grécko, finančné trhy spolu s ratingovými agentúrami a orgány eurozóny. Avšak hlavnou príčinou rozvíjajúcej sa dlhovej krízy sú systémové nedostatky Európskej menovej únie.

2.1 Grécko

Koncom roka 2009 sa ukázalo, aká je holá pravda ohľadom stavu gréckej ekonomiky. Grécka vláda dlhé roky vykazovala nižší deficit ako mala v skutočnosti. Nasledujúce mesiace bola krajina na pokraji bankrotu. Dlhová kríza, ktorá zachvátila Grécko sa začala šíriť i do ostatných krajín Eurozóny.

V októbri 2010 grécki socialisti prebrali moc v Grécku. Vláda na čele Jorgosa Papandreoua prevzala krajinu v úplne inom stave ako bol pôvodný predpoklad. Korupcie a podvody, ktoré sa v krajine diali len pomáhali priblížiť sa ku kríze. Grécka vláda začala zápasit' s veľkou nedôverou. Ľudia nemajú dôvod veriť moci, ktorá podvádza a rozkráda. Realizovať riešenie ako sa dostať z krízy, je touto nedôverou ešte zložitejšie. Akékoľvek vyhlásenie gréckej vlády o škrtoch a znižovaní deficitu viedlo ku generálnym štrajkom, ktoré začali organizovať silné grécke odbory. Ratingové agentúry znížili rating Grécku a trhy začali byť nepokojné.

2.2 Finančné trhy a ratingové agentúry

V roku 2009 boli trhy s dlhopismi zachvátené rekordne nízkou úrovňou dlhodobých úrokových mier i keď vlády v tomto čase pridávali nevídané množstvo nových dlhopisov na trh. V nasledujúcich týždňoch sa však táto situácia dramaticky otočila a trh s dlhopismi sa začal v mnohých krajinách rútiť.

Aktuálne udalosti sú aj dôkazom toho, akú veľkú moc majú ratingové agentúry z USA. Sú to agentúry, ktoré vydávajú stanoviská, týkajúce sa schopnosti krajiny splácať úver. To znamená, že posudzujú, s akou pravdepodobnosťou nebude krajina schopná plniť svoje finančné záväzky. Ratingové agentúry hodnotia dané krajiny ratingmi. Tie sa obyčajne pohybujú od A, čo je považované za najlepšie, až po D, čo je najhoršie

ohodnotenie. Ratingové agentúry však používajú i jemnejšie delenie. Krajiny sa snažia mať čo najlepší rating, pretože pri znížení ratingu sa ich situácia na trhu výrazne zhorší.

Biznis ohľadom poskytovania ratingu je veľmi koncentrovaný. Dominantné sú v ňom dve americké spoločnosti a to Standard & Poor's a Moody's. Podstatou týchto spoločností je hodnotenie súkromných a verejných dlžníkov. Súkromné spoločnosti, ktoré emitujú dlhopisy, si platia za svoj rating. Dobrý rating im potom umožňuje požičať si financie za nízky úrok. Nie je potom žiadnym prekvapením, že v období pred krízou ratingový biznis prekvital a súkromné spoločnosti sa mohli tešiť z nízkych úrokov. Tento systém hodnotenia v rokoch finančnej eufórie však viedol ku vzniku dlhových bublín.

V prípade verejných dlžníkov za daný rating platia veritelia. Hlavným veriteľom sú v tomto prípade finančné inštitúcie, ako sú súkromné banky, hedžové fondy a iné. Ratingy danej krajiny jasne odzrkadľujú ich obchodné záujmy.

„Z hospodárskeho a politického hľadiska sa vysoko hodnotia tie štáty, ktorých vlády uplatňujú neoliberálne politiky v prospech korporácií, obzvlášť finančných. V období pred krízou tak dostali mimoriadne dobrý rating štáty presadzujúce finančnú dereguláciu. Žiarivým príkladom je napríklad Írsko.“ [2]

Dobrý rating umožňuje krajinám zadlžovať sa pri nízkych úrokových sadzbách. Toto viedlo v čase eufórie k hospodárskemu rastu, ktorý bol založený na dlhu. Deficit obchodnej bilancie a bežného účtu v štátoch Španielska, Grécka a Portugalska presiahli kritickú hodnotu, čo však ratingovým agentúram zjavne neprekážalo, až pokým neprišla kríza.

Po jej prepuknutí, agentúry začali zrazu zhoršovať ratingy. Nebolo ťažké pozorovať politickú zaujatosť ratingových agentúr. I keď v roku 2010 Írsko utrpelo krach bankového sektora a zažilo najprudší nárast verejného dlhu spomedzi členských štátov eurozóny i Európskej únie, ratingové agentúry spolu s finančnými inštitúciami sa ako prvé obuli do Grécka a neskôr prišlo na rad i Portugalsko. Klesajúci rating má ale veľmi závažné následky. Krajinám, ktorých rating je nízky sa sťažuje a združuje zadlžovanie.

Je prekvapujúce, že hodnotenia týchto ratingových agentúr sú také dôveryhodné. Keď je obdobie eufórie, investori, ktorí sú povzbudzovaní ratingovými agentúrami vďaka nízkym ratingom, nevidia riziká, do ktorých sa púšťajú. A naopak, po dostavení sa recesie pohltí investorov strach a vidia riziká všade, pretože ratingy sa zvýšia. Ich hodnotenia v čase depresie zhoršujú pohyby na finančných trhoch. To znamená, že ratingové agentúry systematicky zavádzajú, keď hovoria, že sa nie je čoho báť v čase eufórie a zveličujú problémy v čase recesie. Napriek tomu je pozoruhodné, že fungujú a majú dôveru trhu. Výsledkom toho je to, že úrokové sadzby, za ktoré si vláda požičiava vzrastajú po prepuknutí krízy. Ratingové agentúry, ktoré boli v minulosti dokonale optimistické, sa po prepuknutí krízy stali prehnane pesimistické.

2.3 Orgány Európskej menovej únie

Vďaka nejasnému postaveniu a váhaniu vlád eurozóny a Európskej centrálnej banky sa kríza mohla posunúť a prehĺbiť v celej eurozóne. Vlády nedokázali dať jasne najavo, že sú pripravené podporovať bankrotujúce Grécko. Hlavnou príčinou sú rôzne postoje a spory medzi vládami členských krajín týkajúce sa reakcie na grécku krízu.

ECB, ktorá môže poskytnúť likviditu, tiež vytvára nejasnosti ohľadom jej poskytnutí krajinám, ktoré sú postihnuté krízou. Nie je ochotná priamo úverovať vlády eurozóny. Postoj ECB sa dá prirovnať k postoju veľkej a silnej armády, ktorá vopred ohlásí, že bitky nemá rada a čo najviac obmedzí strelbu, ktorá bude iba dočasná a skončí ako to len bude možné, namiesto toho, aby ohlásila, že nasadí plnú silu. [7]

Jediné, čo ECB zaujíma je zachovanie cenovej hladiny. ECB tak ostáva verná svojej fixácii na infláciu, ktorá má úroveň 2 percentá.

ECB tiež nie je schopná sa odpútať od ratingových agentúr a ich hodnotení, pritom má rovnako dobrých analytikov. V súčasnosti je situácia taká, že ak sa chcú banky refinancovať z ECB, musia vložiť cenné papiere s určitým ratingom. Bolo by vhodnejšie, keby tieto ratingy určovala ECB sama a nie ratingové agentúry. Týmto by sa znížila ich moc.

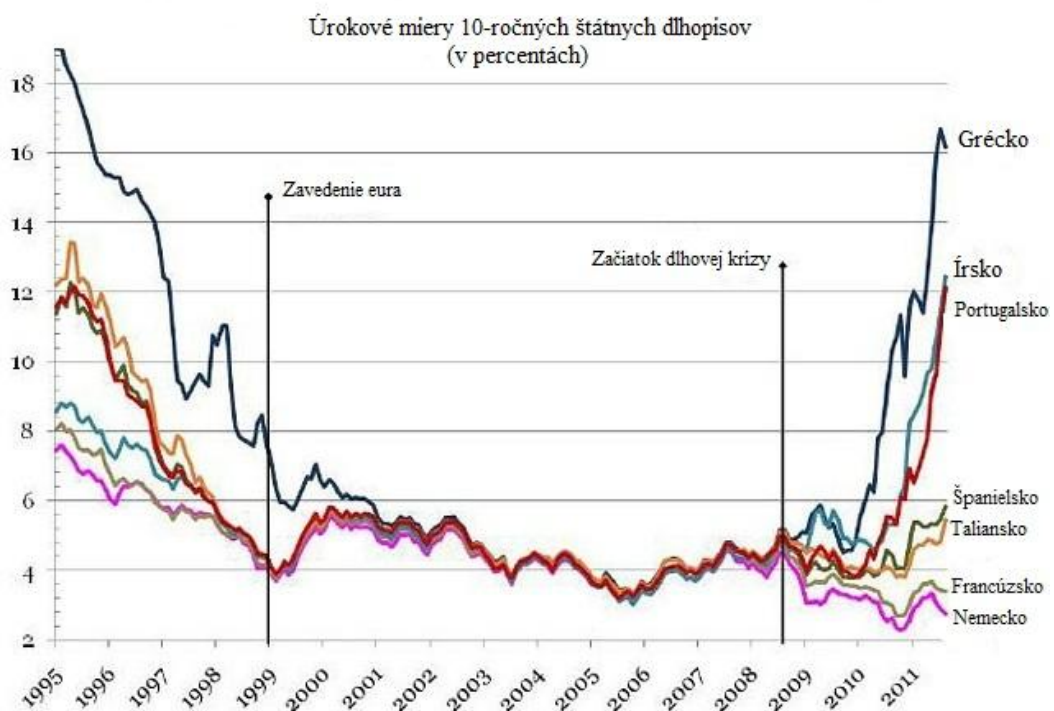
2.4 Systémové nedostatky Európskej menovej únie

Milton Friedman, americký ekonóm a nositeľ Nobelovej ceny predpovedal, že eurozóna sa rozpadne behom 5 až 15 rokov. Ako príčinu rozpadu uvádza rozdiel v reakciách

krajín na externé ekonomické problémy. Eurozóna sa zatiaľ nerozpadá aj keď sa už o tom prehodilo pár slov, ale problémov vo vnútri eurozóny je stále viac. Ukazuje sa, že eurozóna nie je taká homogénna ako ju politici chceli mať, keď zavádzali euro. Medzi jednotlivými členskými krajinami sú výrazné rozdiely. Napríklad v Španielsku je nezamestnanosť dvakrát väčšia ako v Nemecku.

2.4.1 Nesúlady v členských krajinách eurozóny

Na obr. 2.1 môžeme vidieť, ako sa vyvíjali úrokové miery 10-ročných štátnych dlhopisov vo vybraných krajinách eurozóny v čase, keď mali krajiny vstúpiť do spoločnej menovej únie až do roku, kedy prepukla dlhová kríza v plnom rozsahu. Z obr. 2.1 môžeme vyčítať, že pred vstupom do eurozóny bol rozdiel v daných úrokových mierach značný. Pre porovnanie, v roku 1997, dva roky pred vstupom do spoločnej menovej únie, bol rozdiel medzi Nemeckom a Gréckom 7 percentuálnych bodov (13% verus 6%). To značí, že v týchto krajinách bol výrazný rozdiel v tom, ako investori vnímajú schopnosť daného štátu platiť svoje záväzky.



Obr. 2.1 Úrokové sadzby 10-ročných štátnych dlhopisov

Ďalej si môžeme všimnúť, že nasledujúcich, skoro desať rokov od zavedenia spoločnej meny, sa dané úrokové miery ustálili (prevažne sa pohybovali okolo 4 percent) a vyvíjali

sa v daných siedmich krajinách pomerne rovnako. To znamená, že riziko nesplatenia štátnych dlhopisov v týchto krajinách je totožný.

Avšak po prepuknutí dlhovej krízy sa začala znova prejavovať rozdielnosť daných krajín. Na rozdiel od jadra Nemecka a Francúzska, lídrov eurozóny, kde úrokové miery na 10-ročné štátne dlhopisy klesali, v štátoch periférie, ako Grécko, Írsko, Portugalsko a Španielsko začali tieto úroky výrazne rásť. Napríklad v roku 2011 bol rozdiel medzi Gréckom a Nemeckom takmer 13 percentuálnych bodov (15,9% proti 3%)i keď boli tieto štáty naďalej členmi jednej menovej únie. Ale ako je možné, že tieto krajiny vydržali mať rovnaké úrokové miery skoro desať rokov? Dôvodom sú iste už vyššie spomínané ratingové agentúry. Dané desaťročie bolo obdobím expanzie. Počas tohto obdobia prevláda dôvera a optimizmus. Produkcia rastie, nezamestnanosť klesá, rastú i mzdy z čoho pomaly rastie aj cenová hladina. Ekonomika sa rozvíja. Ratingové agentúry nemajú dôvod ohodnocovať krajiny v období eufórie. Neuvedomujú si však, že po prehriatí ekonomiky nastáva recesia. A v čase recesie už nemajú problémy ohodnotiť danú krajinu a znižovať im rating. Dôvodom rozdielov v úrokových mierach na 10-ročné štátne dlhopisy môže byť práve to, že tieto členské krajiny sú veľmi rozdielne a dané rozdiely sa ešte viac prehlbujú v čase, keď sú krajiny zasiahnuté dlhovou krízou.

2.4.2 Asymetrické šoky

Vstup do menovej únie je spojený so stratou autonómie v oblasti menovej a kurzovej politiky. V Európskej menovej únii je menová politika centralizovaná a to môže spôsobiť asymetrické šoky. Asymetrický šok je ekonomický termín, ktorým sa vo všeobecnosti označuje taká udalosť, ktorá postihuje len určitú národnú ekonomiku alebo ktorá vyvoláva v jednotlivých ekonomikách rôzne dopady a to obzvlášť na hospodársky rast a zamestnanosť. Asymetrické šoky predstavujú vážnu komplikáciu pre spoločnú menovú politiku. Pokiaľ je postihnutý určitý člen menovej únie, zasiahnutá ekonomika už nemôže riešiť svoje problémy pomocou menového kurzu či samotnej menovej politiky. Ba naopak, stáva sa príjemcom jednotnej menovej politiky, ktorá sa riadi pomermi celej menovej únie.

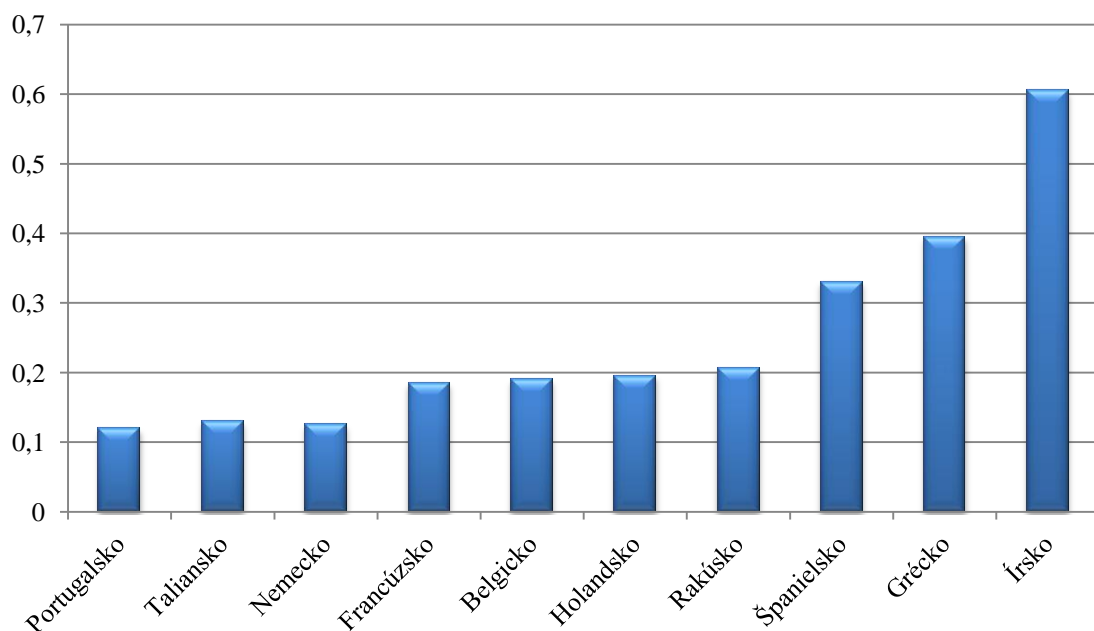
Ako hypotetický príklad môžeme uviesť celosvetový pokles dopytu po automobiloch. Rakúska ekonomika, ktorá nemá svoje ťažisko založené na výrobe automobilov, by

nebola týmto javom veľmi postihnutá. Naproti tomu v Taliansku, ktoré je výrobcom automobilov, by sa to mohlo prejaviť tým, že nižší dopyt tlačí k menšej produkcii, čo znižuje rast HDP a tiež zvyšuje nárast nezamestnanosti. Z uvedeného príkladu recesie automobilového priemyslu by Taliansko vyžadovalo uvoľnenejšiu menovú politiku a slabší kurz, čo by však Rakúsku nemuselo vyhovovať.

Môže sa stať i to, že zmenou preferencií spotrebiteľov sa zvýši dopyt po výrobku v jednej krajine, čo vedie k rastu produkcie a v konečnom dôsledku rastu cien a cenovej úrovne. Naopak v druhej krajine nastane pokles po dopyte výrobkov danej krajiny, čo má za následok opačný efekt. Ak sú tieto krajiny členmi eurozóny, monetárnu politiku má na starosti ECB, ktorá má za svoj cieľ udržať infláciu. Pokúsi sa stabilizovať rast cenovej hladiny v prvej krajine, čo môže prehĺbiť recesiu v krajine druhej. Naopak, keby sa ECB pokúsila stabilizovať situáciu v druhej krajine, inflácia v prvej krajine sa môže radikálne zvýšiť. Vidíme, že pri takomto šoku nemôže ECB stabilizovať obe krajiny naraz.

Aj keď je v eurozóne menová politika centralizovaná, členské štáty majú naďalej značnú suverenitu v niektorých ekonomických oblastiach. Najdôležitejšia z nich je rozpočtová oblasť. Národné orgány eurozóny majú stále v rukách svoje výdavky a daňové právomoci. Vo väčšine krajín eurozóny výdavky a zdanenie vnútroštátnych orgánov činí okolo 50 percent HDP. Výdavky a zdaňovanie európskych inštitúcií predstavuje sotva 1 percento HDP. Táto situácia sa nezmenila od začiatku menovej únie, t.j. od roku 1999. Zmenou v daniach a výdavkoch môžu úrady jednotlivých krajín vytvárať značné asymetrické šoky. Existujú aj iné aspekty členských štátov, ktoré môžu spôsobovať asymetrické šoky. Mnohé ekonomické inštitúcie sú národné. Napríklad systém mzdového vyjednávania sa zjavne líši v jednotlivých krajinách. Aj právne systémy v jednotlivých krajinách vytvárajú rozdiely vo fungovaní finančných trhov.

Na obr. 2.2 je zobrazená celková miera rastu HDP od roku 1999 až do začiatku finančnej krízy v roku 2007 v niektorých krajinách eurozóny. Vidíme, že rozdiely v jednotlivých štátoch sú značné. Portugalsko, Taliansko a Nemecko majú pomerne nízky nárast HDP oproti Španielsku, Grécku a Írsku, v ktorých došlo k prehrievaniu ekonomiky. Tieto odlišné smery v ekonomických aktivitách môžu viesť k vzniku veľkých rozdielov v konkurenčnom postavení členských štátov.



Obr. 2.2 Celková miera rastu HDP krajín 1999-2007

2.4.3 Jednotkové náklady práce

Jednotkové náklady práce (ULC) sú nie len ukazovateľom kvality hospodárskeho rastu, ale hlavne dôležitý indikátor konkurencieschopnosti daných krajín. ULC sú definované ako bežné náklady spojené s pracovnou silou k jednotke vyprodukovaného produktu. Tým nám dáva daný indikátor obraz o cenovom vývoji v mzdovej oblasti.

Vzorec pre výpočet jednotkových nákladov práce vyzerá nasledovne:

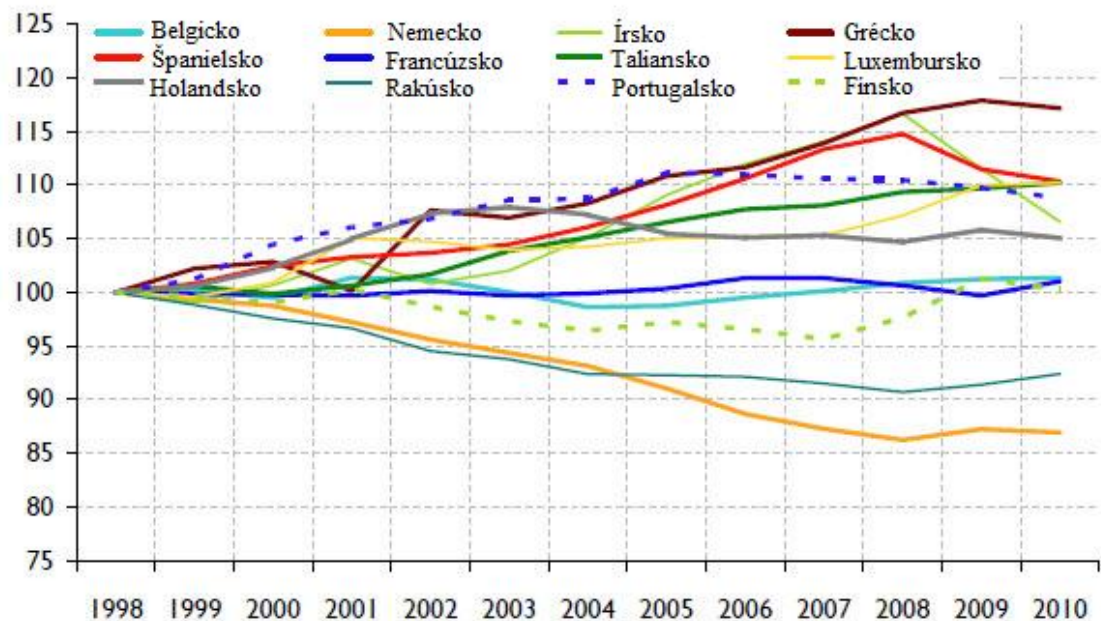
$$ULC = \frac{W}{Q} \quad (2.1)$$

kde W je mzda, Q je množstvo výstupu, celková produkcia, L je pracovná sila. Vzorec 2.1 môžeme upraviť do tvaru:

$$ULC = \frac{WL}{Q} \quad (2.2)$$

Ak nám daný indikátor stúpa, hovorí to iba o tom, že v krajine rastú náklady na pracovnú silu rýchlejšie ako samotná produkcia. Z predpisu vidíme, že ULC môže vzrásť z dvoch dôvodov. Buď nám narastú mzdy, alebo poklesne produktivita práce. Ak tento rast platí aj v prípade medzinárodného porovnávania, krajina s vyšším ULC má

horšiu exportnú pozíciu voči partnerským krajinám a to práve kvôli vyšším mzdovým nákladom oproti konkurencii.



Obr. 2.3 Vývoj relatívnych jednotkových nákladov práce v eurozóne

Na obr. 2.3 je znázornený vývoj relatívnych jednotkových nákladov práce (RULC) v eurozóne počas rokov 1998 až 2010. Rok 1998 je považovaný za bázický rok, t.j. rok, v ktorom neboli žiadne nerovnosti v konkurenčnom postavení členských krajín, ich RULC má v roku rovnakú hodnotu v každej krajine, a to 100 jednotiek. Relatívne jednotkové náklady práce sú definované ako pomer ULC v jednej krajine k priemerným nákladom ULC v ostatných členských krajinách eurozóny. Keď RULC klesá, ako v prípade Nemecka, vidíme, že táto krajina dokázala zlepšiť svoje konkurenčné postavenie voči ostatným krajinám eurozóny. Nemecko posilnilo svoju schopnosť konkurencie vo vývoze tým, že zaviedla mimoriadnu reštriktívnu mzdovú politiku. Naopak, ak RULC rastie, ako v prípade periférií a to Írska, Talianska a Grécka, môžeme povedať, že tieto krajiny stratili konkurencieschopnosť počas rokov 1998-2010. Ich strata v schopnosti konkurencie je významná. Od roku 1998 mzdy v týchto krajinách vzrástli rýchlejšie ako produktivita práce. Pre tieto štáty je to veľmi nepriaznivé. Ich export sa zníži, pretože každý si radšej kúpi nemecké výrobky ako ich produkty, pretože nemecké výrobky sú lacnejšie. Lacnejšie sú práve preto, lebo náklady na ne sú nižšie ako u iných členských krajín.

Vidíme, že jednou z najväčších výhod eura sa stala zvýšená efektívnosť toku kapitálu v rámci eurozóny. Výroba sa začala posúvať do štátov, kde bola najviac efektívna. Zo situácie začali preto najviac ťažiť silné a veľké ekonomiky. I keď nemecké náklady na prácu sú pomerne vysoké, vysoká produktivita, ktorú odvádzajú nemeckí zamestnanci dokáže túto výšku kompenzovať. Týmto získavajú výrazný skok v konkurenčnom postavení a ich export ovláda celú eurozónu. Ako vidíme z Obr. 2.3, existujú diametrálne rozdiely v rámci eurozóny medzi jednotlivými krajinami.

„Francúzsko expandovalo najväčším tempom za poslednú dekádu, podobne sú na tom i krajiny Beneluxu a Nemecko. Na druhej strane nízka konkurenčná schopnosť krajín ako Grécko, Španielsko alebo Írsko spôsobuje prepád ich výroby. V jednoduchosti povedané, nemecké tovary zaplavili juh. Za 12 mesiacov dosiahlo Nemecko, Benelux a Francúzsko prebytok obchodnej bilancie 211 mld. EUR, pričom Španielsko dosiahlo deficit 82 mld. EUR, Taliansko 74 mld. EUR, a Grécko 37 mld. EUR.“ [10]

Ak by tieto periférne krajiny, ktoré stratili konkurencieschopnosť neboli v spoločnej menovej únii, to znamená, že by nemali spoločnú menu, pri danom zvýšení ULC by daná krajina, aby nestratila svoju konkurencieschopnosť, zachránila by danú situáciu devalváciou meny. Tým by podporila svoju exportnú činnosť. To znamená, že daný rozdiel ULC by kompenzovali výmenným kurzom, aj keď je tu hrozba vyššej inflácie. Teraz, keď sú krajiny členmi menovej únie, nemôžu použiť tento mechanizmus. Tieto krajiny, ktoré stratili svoju konkurenčnú pozíciu musia začať vylepšovať svoje postavenie. Vzhľadom k faktu, že nemôžu používať devalváciu svojej meny, musia na to ísť inak. Dané krajiny musia znížiť mzdy a ceny na úroveň konkurenčných krajín. Tento stav môže byť dosiahnutý hlavne rozpočtovou politikou. Nevyhnutne to bude viesť k recesii a k zvýšeniu rozpočtového deficitu prostredníctvom automatických stabilizátorov. Tento proces je veľmi pomalý a bolestivý, pretože recesia prináša následné zvýšenie nezamestnanosti a udržiavanie ekonomiky pod potenciálnym výstupom. Zvyšovaním rozpočtového deficitu začínajú byť nervózne i finančné trhy. Všetko to môže nakoniec viesť ku kríze likvidity, ktorá môže nakoniec spustiť krízu solventnosti krajiny.

Nastolenie rovnováhy v rámci eurozóny by mohlo nastať vo väčšej miere pomocou vyššej inflácie v jadrových krajinách eurozóny. Tým by sa znížil tlak na pokles

ekonomík v periférnych krajinách. ECB by mohla uvoľniť menovú politiku, tým že zvýši inflačný cieľ v eurozóne.

Nemecko, ktoré má najväčší náskok v konkurenčnom postavení by tiež dokázalo pomôcť k obnoveniu konkurencieschopnosti periférnych krajín. Ako ich líder, člen s najnižším RULC, by prípadným zvýšením tohto ukazovateľa znížil svoj náskok v konkurencii. Dalo by sa to zvládnuť zvýšením miezd pri nezmenenom výstupe produkcie. Následne by to viedlo k inflácii, to znamená k zvýšeniu cenovej hladiny. Avšak je to málo pravdepodobné, lebo ich situácia je výborná. Dôvodom by však mohlo byť to, že sme členmi jednej menovej únie a určite nie je tento nevyrovnaný stav dlho udržateľný.

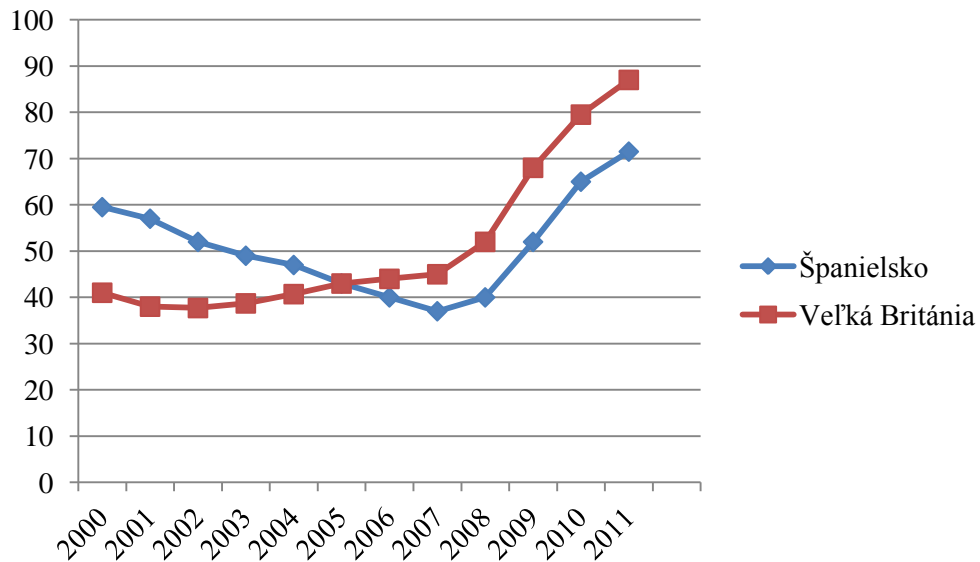
Z tohto všetkého nám teda vyplýva, že obraz periférnych krajín ako rozpočtových hriechov, ktorí trpia za svoje činy, je s výnimkou Grécka mylný. Ich aktuálne problémy sú skôr spôsobené nevhodnosťou spoločnej menovej politiky.

2.4.4 Euro, mena bez vlastnej krajiny

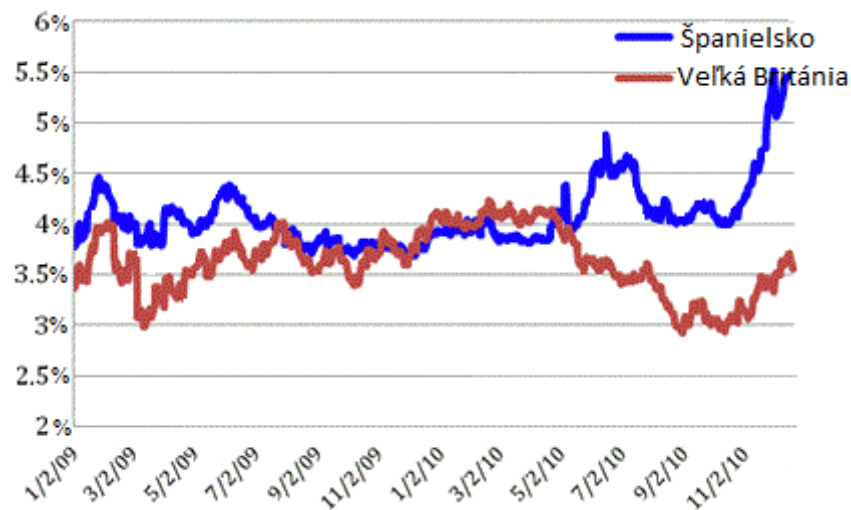
Ďalším štrukturálnym nedostatkom eurozóny je vytvorenie meny bez vlády, ktorá by mala plnú kontrolu istíť hodnotu tejto meny. Pri vstupe do menovej únie strácajú členské štáty vlastnú menu a tým aj kontrolu nad ňou. Dôsledok toho môže byť taký, že pri strate dôvery investorov môže prísť krajina do krachu pomerne ľahko.

Na obr. 2.4 a obr. 2.5 je znázornený paradox, ktorý nastal po prepuknutí krízy v roku 2006. Na obr. 2.4 je znázornené to, ako sa vyvíjal podiel štátneho dlhu k HDP v Španielsku a vo Veľkej Británii od roku 2000. Môžeme si všimnúť, že od prepuknutia finančnej krízy v roku 2006 sa eviduje nárast štátneho dlhu vo Veľkej Británii ako i v Španielsku. Avšak štátny dlh vo Veľkej Británii je oveľa vyšší ako v Španielsku. V porovnaní so Španielskom v roku 2011 bol štátny dlh vo Veľkej Británii už o 17 percent vyšší ako v Španielsku a to 89 percent oproti 72 percentám. Napriek týmto faktom z obr. 2.5 je zrejme, že finančné trhy si vybrali Španielsko a nie Veľkú Britániu za krajinu, ktorá by mohla byť zapletená do dlhovej krízy. Je to zrejme z toho, že výnos z 10-ročných španielskych štátnych dlhopisov sa v roku 2010 výrazne zvýšil v porovnaní s Veľkou Britániou. Toto poukazuje na to, že Španielsko má výrazne vyššie riziko nesplatenia štátnych dlhopisov v porovnaní s Veľkou Britániou, preto sú aj

výnosy vyššie. Je to odmena za dané riziko. Prečo je však Španielsko považované za viac rizikovejšie ako Veľká Británia, keď jeho štátny dlh je menší? Súvisí to s jedným dôležitým faktom. Je to spôsobené tým, že Španielsko patrí do Európskej menovej únie, zatiaľ čo Veľká Británia tam nepatrí, čo jej dáva možnosť kontrolovať vlastnú menu, v ktorej emituje svoj vládny dlh.



Obr. 2.4 Štátny dlh v Španielsku a vo Veľkej Británii



Obr. 2.5 Výnos z 10-ročných štátnych dlhopisov v Španielsku a vo Veľkej Británii

Skúsime si teraz predstaviť, aký je rozdiel medzi týmito krajinami. Porovnáme krajinu, ktorá je v menovej únii (ako príklad si zoberieme Španielsko) s krajinou, ktorá má svoju

vlastnú menu (u nás to bude napríklad Veľká Británia) v čase, keď sú investori neistí a boja sa krachu ekonomiky danej krajiny.

Čo sa stane, keď sa investori obávajú krachu Španielska? Najlogickejší krok pre nich je taký, že začnú predávať španielske vládne dlhopisy. Tento krok vedie následne k zvýšeniu úroku, a to preto, lebo ponuka dlhopisov nám rastie. Dopyt po nich klesá. To znamená, že investori sa ich chcú zbaviť. Cena pôjde dole, čo nám dvíha úrok. Investori, ktorí získali za predaj určité množstvo financií v eurách, sa pravdepodobne rozhodnú investovať svoje peniaze inde, napríklad do nemeckých vládnych dlhopisov, lebo sa neboja krachu nemeckej ekonomiky. Výsledkom tejto operácie bude to, že tieto eurá opustia španielsky bankový systém. Týmto sa celkový objem likvidity v Španielsku zmenší. Španielska vláda začne zažívať krízu likvidity, čo znamená, že nemôže získať finančné prostriedky na splácanie svojich dlhov za rozumný úrok. Španielska vláda nemôže donútiť Španielsku banku kúpiť vládny dlh. ECB však môže poskytnúť likviditu, ale španielska vláda nemá kontrolu nad touto inštitúciou. A všetko je to kvôli tomu, že krajina nemá inštitút, ktorý by buď kontroloval menu alebo sa nebál poskytnúť likviditu na vykrytie dlhov za normálny úrok.

Teda vidíme, že v Španielsku ako solventnej krajine môže nastať situácia, keď neistota vedie k rastu úrokových mier, pri ktorých si daná krajina požičiava. Vyššie úrokové miery však zvyšujú náklady na financovanie dlhu, čo ďalej zhoršuje situáciu v krajine. Vedie to len k väčšej neistote, čo trh zase ohodnotí vyššími úrokovými mierami. Je to jeden veľký začarovaný kruh, ktorý môže priviesť nakoniec danú krajinu k bankrotu. A tak z obávaného bankrotu na začiatku, môže naozaj nastať krach španielskej ekonomiky.

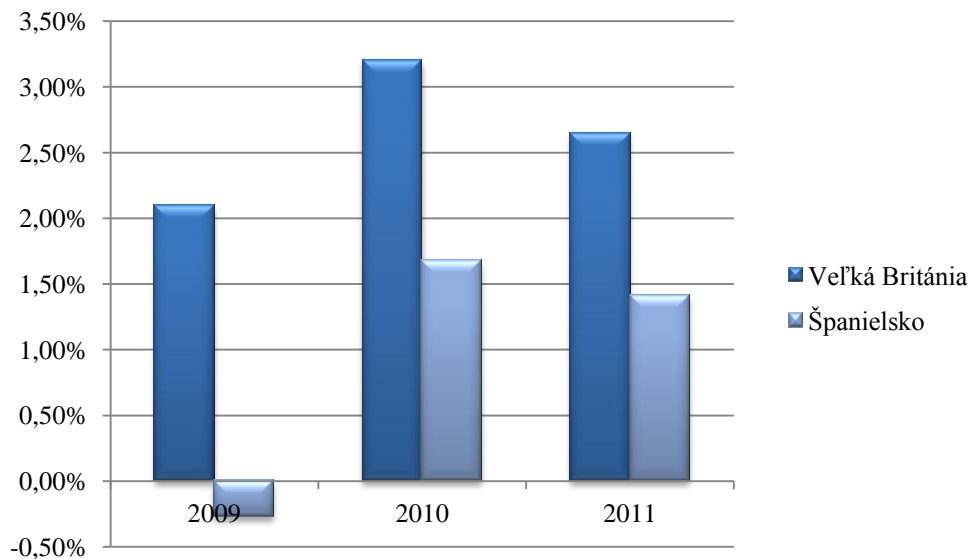
Toto však nie je prípad krajín, ktoré majú vlastnú menu. Ak sa investori začnú obávať krachu vlády Veľkej Británie, tiež sa začnú zbavovať britských vládnych dlhopisov, úrok sa zvýši. Investori získajú za predaj dlhopisov libry, ktorých sa budú chcieť pravdepodobne zbaviť tým, že ich predajú na devízovom trhu. Cena libry bude klesať, lebo ponuka bude väčšia ako dopyt. To znamená, že kurz libry bude slabnúť až sa nenájde niekto ochotný ich nakúpiť. Účinok tohto mechanizmu je taký, že libry ostávajú na peňažnom trhu vo Veľkej Británii ako súčasť domácej peňažnej zásoby a sú investované do domácich aktív. Peňažná zásoba Veľkej Británie ostáva bezo zmeny.

Časť z týchto peňazí bude pravdepodobne preinvestovaná do štátnych cenných papierov. Oslabenie libry ešte k tomu podporí reálnu ekonomiku, čo zlepší fiškálnu situáciu vlád. Zahraničný obchod je lepší, zvyšuje sa hospodársky rast a aj miera inflácie a to z nasledujúceho dôvodu. Ak investori začnú predávať výnosy z predaja vládnych dlhopisov Veľkej Británie na devízovom trhu, národná mena vo Veľkej Británii sa znehodnotí. To znamená, že jej hodnota oslabne voči ostatným krajinám. Oslabenie meny podporuje zahraničný obchod, zvyšuje sa export a tým sa zvyšuje i hospodársky rast krajiny a i miera inflácie. V Španielsku však pokles peňažných zásob je na vplyv reálnej ekonomiky negatívny, peniaze opustia ekonomiku bez zmeny relatívnych cien. Dlhový problém v Španielsku sa tým ďalej zhoršuje.

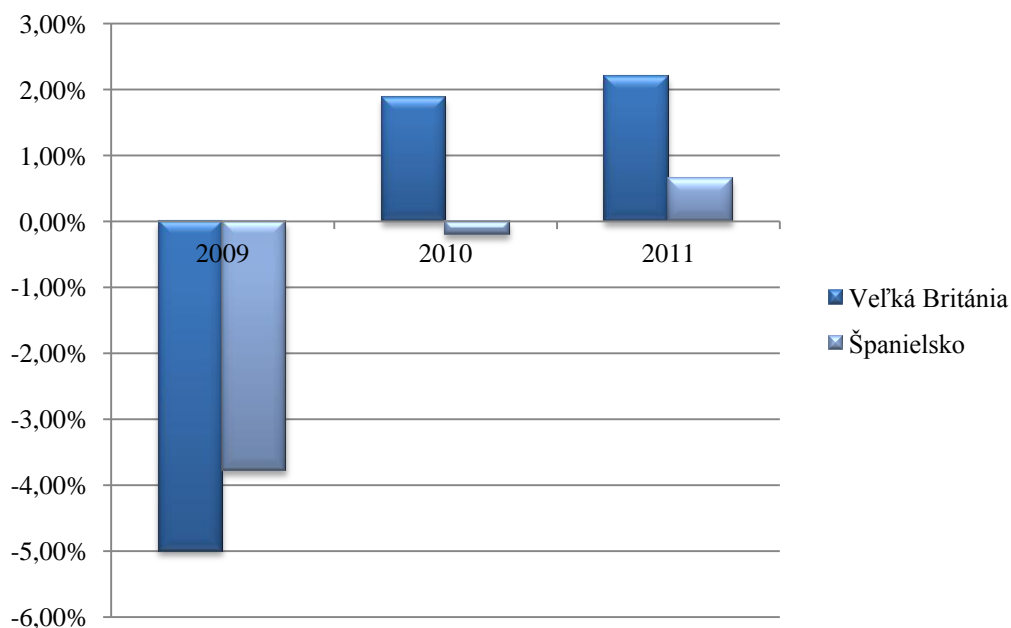
Keby sa však Britská vláda dostala do situácie, že by nebola schopná nájsť finančné prostriedky na platenie svojich záväzkov za rozumné úrokové sadzby, Anglická banka by vykúpila štátne cenné papiere. Týmto by dostala Britská vláda istotu likvidity potrebnej na financovanie svojich dlhov. To znamená, že investori nie sú schopní vyvolať krízu likvidity a donútiť vládu Veľkej Británie k bankrotu. Finančné trhy v tomto prípade nedisponujú silou, ktorá by mohla ohroziť solventnosť britskej vlády.

Vidíme, že situácia je pre krajiny, ktoré sú členmi menovej únie odlišná. V prípade krajín eurozóny neexistuje nijaký mechanizmus, ktorý by dokázal zabezpečovať zachovanie peňažnej zásoby v danej krajine. Tiež neexistuje mechanizmus, ktorý by stimuloval ekonomiku v krajine cez devalváciu meny. Teda nie je vôbec prekvapujúce, že Španielsko si požičiava za oveľa horších podmienok ako Veľká Británia i keď má podiel štátneho dlhu na HDP priaznivejší.

Na obr. 2.6 a obr. 2.7 si porovnáme mieru inflácie a tiež rast hrubého domáceho produktu medzi Veľkou Britániou a Španielskom po vypuknutí krízy v roku 2009.



Obr. 2.6 Inflácia vo Veľkej Británii a v Španielsku



Obr. 2.7 Rast hrubého domáceho produktu v Španielsku a vo Veľkej Británii

Môžeme vidieť, že vo Veľkej Británii bola inflácia minimálne dvakrát vyššia ako v Španielsku a rast hrubého domáceho produktu za posledné dva roky bol tiež vyšší vo Veľkej Británii. Dané makroekonomické ukazovatele sú veľmi dôležité pre investorov. Rozdiely v inflácii a v raste HDP v jednotlivých krajinách môže mať vážne dôsledky vzhľadom na solventnosť daných vlád.

Nevyhnutnou podmienkou solventnosti je primárny rozpočtový prebytok, t.j. príjmy majú byť vyššie ako výdavky bez započítania splácania starých dlhov. Primárny rozpočtový prebytok by mal byť prinajmenšom taký veľký, aby udržal pomer dlhu k HDP ako to uvádza nasledujúca formula:

$$S \geq (i - g)D \quad (2.3)$$

Kde S je primárny rozpočtový prebytok, i je nominálna úroková miera, g je nominálny rast ekonomiky a D je vládny dlh k pomeru HDP.

Členovia menovej únie čelia nedôvere trhov, čím sa im zvyšuje nominálna úroková miera a znižuje sa im nominálny rast ekonomiky, čo znamená, že primárny rozpočtový prebytok, ktorý je potrebný na stabilizáciu pomeru dlhu sa zvyšuje.

Pri súčasnom nominálnom raste (3% pre Veľkú Britániu a 1,7% pre Španielsko), nominálnej úrokovej miere (4,2% pre Veľkú Britániu a 5,5% pre Španielsko) a vládnych dlhoch (85,7% vo Veľkej Británii a 68,7% v Španielsku) mi vyšlo, že hodnoty primárneho rozpočtového prebytku musia byť vyššie ako 1,03 percenta HDP vo Veľkej Británii a 2,67 percenta HDP v Španielsku, aby dokázali dané krajiny stabilizovať svoj dlh. Vidíme, že i napriek tomu, že Veľká Británia má o sedemnást percent vyšší dlh ako Španielsko, nemusí sprísniť až natoľko svoju politiku, aby splnila podmienky solventnosti. Z týchto čísiel vidieť, že za menej solventnú krajinu je považované Španielsko.

3 Sebanaplňujúce očakávania

Členské štáty eurozóny, ako bolo popísané v 2. kapitole, sú veľmi citlivé na pohyb likvidity, stávajú sa zraniteľné kvôli neistote na finančných trhoch. Keď sa investori začnú obávať platobných problémov, stiahnu likviditu z národného trhu daného členského štátu. Toto môže priviesť krajinu ku kríze likvidity, ktorá sa môže neskôr prehĺbiť do krízy solventnosti krajiny. Ak je daná krajina zapletená do krízy likvidity, úrokové sadzby rastú. Krajina si požičiava za vyšší úrok, čo vedie i ku vyšším nákladom na financovanie dlhu. Týmto sa len ďalej zhoršuje fiškálna situácia krajín, čo vedie ešte k väčšej neistote trhov a ešte väčším úrokovým sadzbám. Vláda má už potom oveľa väčšie problémy splácať svoje záväzky. A takto sa kríza likvidity mení na krízu solventnosti. Investori môžu potom tvrdiť, ako správne zareagovali, keď predali cenné papiere a vytiahli peniaze z daného národného trhu. Je to vlastne začarovaný kruh sebanaplňujúcich očakávaní. Krajina sa stáva nesolventná, pretože investori sa obávajú platobnej neschopnosti danej krajiny. Všetko to môže viesť k tomu, že dané členské krajiny budú musieť žiadať o pomoc iné krajiny a medzinárodné inštitúcie alebo dokonca vyhlásiť bankrot.

Keby si však krajiny eurozóny dokázali kontrolovať menu ako napríklad USA, Veľká Británia či Japonsko, existoval by tu určitý vyrovnávajúci mechanizmus, ktorý by zabraňoval sebanaplňujúcim očakávaniam. Peňažné zásoby by nedokázali len tak jednoducho opustiť krajinu ako v prípade členských krajín monetárnej únie. Zafungoval by tu mechanizmus, čím by sa oslabil daná mena. Oslabením danej meny by sa mohol začať zvyšovať export a tým by sa ekonomika zase pomaly rozvíjala.

3.1 Viacnásobné rovnováhy

Povahy finančných trhov sú vrtošivé, čo vedie k ďalším základným problémom. Problémy nastávajú vo vzniku viacnásobných rovnováh, ktoré môžu byť dobré, ale aj zlé. Všetko to vychádza zo sebanaplňujúcej povahy trhových očakávaní. Ak investori veria vláde v danej krajine, budú ochotní kupovať jej dlhopisy. Pri vyššom dopyte po vládnych dlhopisoch ich cena vzrastie a úroková sadzba klesne. Nízka úroková sadzba predstavuje to, že riziko krachu danej krajiny je veľmi nízke. Trhy veria vláde danej krajiny, že neskrachuje a týmto sa vláda danej krajiny stáva veľmi solventná. Finančné trhy zľahka vedú danú krajinu do dobrej rovnováhy.

Čo sa ale stane ak investori neveria vláde v danej krajine? Ako sme už ukázali v 2. kapitole, ich nedôvera sa prejaví na tom, že začnú predávať vládne dlhopisy. Týmto predajom sa však zvyšuje úroková sadzba, čo vytvára ešte väčšiu nedôveru a vyššie riziko krachu. Nedôvera trhov k danej vláde spolu so sebenaplňujúcimi očakávaniami robí krach krajiny viac pravdepodobný. Finančné trhy tlačia danú krajinu k zlej rovnováhe. Výskyt zlej rovnováhy je viac pravdepodobný v krajinách, ktoré sú členmi monetárnej únie. Je to spôsobené faktom, že tieto krajiny nemajú kontrolu nad menou, v ktorej vydávajú dlh.

Zlé rovnováhy zlým spôsobom ovplyvňujú aj domáce banky. Keď investori opustia domáci trh s dlhopismi, úrokové sadzby na vládne dlhopisy vzrastajú. Vzhľadom k tomu, že domáce banky sú obvyčajne hlavným investorom na domacom trhu s dlhopismi, ukáže sa to ako významná strata na ich súvahe. Domáce banky sú v konečnom dôsledku dohnané ku finančným problémom. V danej domácej krajine je núdza o likviditu, peňažné zásoby klesajú. Toto je však zložité pre domáce banky, ktoré majú problém obnoviť ich vklady. A tak sa vládna dlhová kríza odzrkadlí do domácej bankovej krízy. A toto sa stalo presne v krajinách Grécko a Portugalsko, kde vládna dlhová kríza sa prehĺbila do bankovej krízy.

Ďalšou zlou vlastnosťou pre zlé rovnováhy je i to, že v členských štátoch monetárnej únie sa používajú automatické rozpočtové stabilizátory len veľmi ťažko. Ich sila po vstupe do spoločnej menovej únie oslabla. Dôvodom je aj rôznorodosť členských krajín týkajúca sa daňových systémov a odvodových reforiem v poistení v nezamestnanosti pre rôzne členské krajiny. Prispôbovanie sa členských krajín späť k rovnováhe sa týmto uskutočňuje s významným časovým oneskorením.

Recesia vedie obvyčajne k vyššiemu vládnemu rozpočtovému deficitu. Toto zase vedie nedôvere trhov ku schopnosti vlády splácať svoje budúce záväzky. Táto nedôvera ale vyvoláva krízu likvidity a neskôr i krízu solventnosti. Vlády sú nútené vytvárať nové vládne programy ohľadom úspornosti počas recesie. Tieto vládne programy sú však veľmi nákladné a bolestivé. Automatické stabilizátory vo vládnom rozpočte predstavujú dôležitý sociálny úspech v rozvíjajúcom sa svete. Dôvodom je to, že zmiernujú bolesti mnohým ľuďom, ktoré môžu byť vytvorené rozmachmi a pádmi v spoločnosti.

Krajinám, ktoré nie sú členmi menovej únie sa nemôže stať niečo takéto. Nedôvera, ktorá vytvára vyšší rozpočtový deficit uvádza do činnosti stabilizačný mechanizmus. Tento mechanizmus dokáže zmierniť dopady danej recesie a navrátiť ekonomiku do rovnováhy rýchlejšie, ako je to u členských krajín menovej únie.

Záver

Hlavnou témou tejto bakalárskej práce bola súčasná dlhová kríza v eurozóne. Ukázali sme, že Európska menová únia je viac ako jedna spoločná mena a jedna centrálna banka, ktorá má na starosti monetárnu politiku v rámci celej eurozóny. Je to zoskupenie krajín, ktoré po vstupe do spoločnej únie stratili schopnosť plnej kontroly nad vlastnou menou. Táto nevýhoda spoločnej menovej únie prináša súčasne problémy hlavne v periférnych krajinách eurozóny.

Strata konkurencieschopnosti v periférnych krajinách výrazne zvýšila export v jadre eurozóny. Najväčším lídrom čo sa týka exportu je aktuálne Nemecko. Ale práve z tohto faktu vychádzajú súčasné problémy v eurozóne. Po zavedení mimoriadnej reštriktívnej mzdovej politiky v Nemecku, majú ostatné členské krajiny problém vykompenzovať náskok, ktorý získalo v konkurenčnom postavení. Pre zlepšenie konkurencieschopnosti musia periférne štáty zaviesť opatrenia, pretože schopnosť devalvácie vlastnej meny je nemožný. Tieto opatrenia sú však veľmi bolestivé a krajiny sa takto môžu dostať do veľmi zlého stavu. Nemecko by mohlo pomôcť túto situáciu vyriešiť, aby jeho náskok klesol. Mohlo by napríklad zvýšiť v krajine mzdy, čo by zdvihlo ceny. Nemci však o tom nechcú ani počuť. Ich politika je jasná. Nech si trpí ten, kto bol posledné roky nezodpovedný. Neuvedomujú si však dva hlavné fakty. Prvý z nich je ten, že danú dlhovú krízu nezapríčinilo iba Grécko, ako mnohí tvrdia. Samozrejme, jeho rozšafné správanie a zavádzanie tiež čiastočne pridalo ruku k dielu. Nemôžeme však vynechať z tejto hry aj finančné trhy spolu s ratingovými agentúrami. Hlavnou príčinou sú však systémové nedostatky eurozóny, ktoré sa začali prejavovať až po prepuknutí súčasnej dlhovej krízy. Druhým z faktov je i to, že tvoríme spoločnú menovú úniu. Eurozóna je zoskupenie sedemnástich krajín, ktoré majú spoločnú menu. Problémy v jednej z týchto krajín sú už problémy eurozóny ako celku. A to si musíme uvedomiť.

Problémov, ktoré sú spojené s dlhovou krízou v eurozóne je oveľa viac ako som opísala v tejto práci. Táto bakalárska práca nemala za úlohu nájsť riešenie týchto problémov, ale objasniť a analyzovať ich príčiny. Téma je spracovaná tak, aby všetci tí, ktorých zaujíma, čo sa v súčasnosti deje v eurozóne, získali o danej téme prehľad.

Zoznam použitej literatúry

- [1] Becker, J.: *Budúcnosť eurozóny*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/11/21/buducnost-eurozony>>
- [2] Becker, J.: *Moc ratingových agentúr*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/07/18/moc-ratingovych-agentur/>>
- [3] Blanchard, O.: *Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey, 2000
- [4] De Grauwe, P.: *A mechanism of self-destruction of the eurozone*, CEPS, 2011, dostupné na internete (3.12.2011):
<http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Nov%20PDG%20on%20debt%20default%20mechanism-1.pdf>
- [5] De Grauwe, P.: *Crisis in the eurozone and how to deal with it*, CEPS, 2011, dostupná na internete (3.12.2011):
<http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/PB204%20De%20Grauwe%20on%20the%20eurozone%20crisis.pdf>
- [6] De Grauwe, P.: *European Monetary Union*, The New Palgrave Dictionary of Economics, 2011, dostupné na internete (3.12.2011):
<<http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Contributions%20to%20books/Palgrave-European%20Monetary%20Union.pdf>>
- [7] De Grauwe, P.: *European summits in ivory towers*, VOX, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7158>>
- [8] De Grauwe, P.: *The Governance of a Fragile Eurozone*, University of Leuven and CEPS, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf>

-
- [9] De Grauwe, P.: *Warning: rating agencies can do you harm*, University of Leuven and CEPS, 2009, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://www.econ.kuleuven.ac.be/ew/academic/intecon/degrauwe/>>
- [10] Ižip, R. : *Euro pre kolapsom. Rozpadne sa eurozóna?*, TRIM BROKER, 2010, dostupné na internete (27.5.2012):
<http://www.cikomody.com/trhovy-komentar/komentar-rozpadne-sa-eurozona_14022010.htm>
- [11] Tatierská, S. : *Dynamika ULC krajín eurozóny a SR z dlhodobého hľadiska*, NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, 2008, dostupné na internete
<http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/08_TAT1.PDF>
- [12] Vaňko, M : *Ako zastaviť sebanaplňujúce očakávania?*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/08/12/ako-zastavit-sebanaplnujuce-ocakavania/>>
- [13] Vaňko, M : *Paradox nedôvery a spoločné eurobondy (1)*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/05/31/paradox-doveryhodnosti-a-spolocne-eurobondy-1/>>
- [14] Vaňko, M : *Paradox nedôvery a spoločné eurobondy (2)*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/06/02/paradox-doveryhodnosti-a-spolocne-eurobondy-2/>>
- [15] Vaňko, M : *Spoločná menová politika a kríza v eurozóne*, JETOTAK, 2012, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2012/03/08/spolocna-menova-politika-a-kriza-v-eurozone/>>
- [16] Vaňko, M : *Teória optimálnej menovej oblasti (1)*, JETOTAK, 2011, dostupné na internete (27.5.2012):
<<http://blog.jetotak.sk/kriticka-ekonomia/2011/04/28/teoria-optimalnej-menovej-oblasti-a-kriza-v-eurozone-1/>>
-

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>

<http://www.voxeu.org>

<http://www.project-syndicate.org/>

<http://ec.europa.eu>

<http://www.ecb.int/ecb/html/index.en.html>