

ILONA ŠVIHLÍKOVÁ

Řešení krize a převod do krize dluhové

This paper deals with the topic of the financial crisis evolving into a sovereign debt crisis. First of all, the economic and geopolitical impacts of the relatively new G20 forum are analyzed. Most attention is given to the latest summit – the Toronto summit, where the discrepancies between the German and US attitude towards further economic development became obvious. The German way of fiscal consolidation was of course influenced by the Greek crisis and problems in other, so called PIGS countries. However, the cuts approach leads the sovereign states into another crisis: a crisis of political legitimacy.

Key words: sovereign debt crisis; G20 summit; rating agency; credit default swaps

V souladu s mainstreamovým viděním většina politických představitelů přejala názor, že hlavní příčinou krize byla nedostatečná regulace ve finančním sektoru. Proto se „řešení“, resp. prevence před dalšími krizemi soustředovala do různých pokusů regulace, např. zavedení bankovní daně, Tobinovy daně, reformy dohlížecích institucí (na národní i nadnárodní úrovni) apod.

Na straně druhé oživené „keynesiánství“ vedlo většinu vlád k silné stimulaci ekonomik, různým podpůrným balíčkům a programům, které vesměs navazovaly na záchranné operace bank (od napumpování likvidity po de facto převzetí banky či jiné finanční instituce státem).

Došlo i ke změnám na geopolitické úrovni: vyšší váhu získalo seskupení G20, které naznačuje další úpadek Západu a tendenci k multipolárnímu světu. Krize povzbudila i setkání zemí skupiny BRIC.

Na konci roku 2009 se ale *Velká deprese* dostala do „upgradeované fáze“: do krize dluhové, která je symbolizována především Řeckem. Tato fáze Velké deprese navíc názorně demonstruje skutečný poměr sil mezi finančními trhy a politickou elitou.

O dluhové krizi můžeme hovořit, pokud se suverén (v našem případě stát) dostane do situace, kdy nemůže obsluhovat svůj dluh (platit úroky z dluhu), resp. splácet své dluhy. Dluhová krize se, kromě v oblasti vývoje makroekonomických veličin, projevuje zprvu jemnou volatilitou a později prudkým nárůstem úrokových sazeb státních dluhopisů, ve kterých se odráží riziko *re-schedule*, příp. nesplácení dluhu (*default*).

Dluhová krize může být v počáteční fázi řešená např. uvolněním monetární politiky a vyvoláním vysoké inflace, zvyšováním daní a/nebo snižováním výdajů.

Dluhová krize je úzce spojena s krizí finanční – viz také případ Argentiny. Země v takovéto situaci jsou nuceny požádat o „pomoc“, t.j. o úvěr MMF, případně vyhlásit default (selhání) jako neschopnost splácet. V takovém případě se dluh, resp. jeho obsluha a splácení odsouvá (*reschedule*) a mění se jeho úrokové podmínky. V extrémních případech se část nebo celý dluh může opustit, případně je splacena jenom jeho menší část.

Pojem „exit strategy“, neboli výstupní strategie se váže ke stimulačním balíčkům vlád, které měly podpořit ekonomiku na vrcholu Velké deprese. *Exit strategy* zahrnují komplex odpovídajících kroků, které tuto vládní stimulaci ve zvoleném tempu ukončují a omezují. V zásadě lze tato opatření nastartovat v okamžiku, kdy v ekonomice existuje dostatečná agregátní poptávka, která je schopna nahradit vládní stimulaci. Odhadnout správný moment zahájení exit strategy je nesmírně obtížné, tím spíše, že je to za situace extrémního sociálního napětí.

Pojem fiskální konsolidace je možno chápat jako zlepšení rozpočtové bilance vyjádřené v poměru k HDP po dobu několika let.

I. Snahy o řešení a předcházení krize: summity G20, pokusy o národní regulaci

První ze summitů G20 v řadě byl summit washingtonský. Větší význam měl konkrétnější summit v první polovině roku 2009 v Londýně. Tento summit se držel základních bodů světové agendy dohodnuté ve Washingtonu. Základní důraz byl dán na oživení globální ekonomiky pokusem o globální makroekonomickou koordinaci, dále na reformu finančního trhu (regulace), včetně mezinárodních finančních institucí jako je MMF a SB.

Hlavním bodem se – vzhledem ke celosvětovému ekonomickému zpomalení – stala podpora poptávky. V monetární politice se týkala udržování dostatečné likvidity a nízkých úrokových sazeb. MMF měl být reformován tak, aby odrazil skutečnou roli emerging zemí ve světové ekonomice.

Návrhy na regulaci finančního sektoru se týkaly registrace hedgeových fondů, včetně řádné informovanosti o stupních rizika, které podstupují, což by se mělo týkat i omezení použití tzv. finanční páky.

Již na tomto summitu – který byl z hlediska obsahového a organizačního řádně zajištěn – se objevily rozdílné postoje. Krizí silně postižené Spojené státy (a také Velká Británie) se klonily k širší globální makroekonomické akci, zatímco EU, resp. Francie a Německo kladly vyšší váhu na finanční regulaci, a už tehdy vyjadřovaly obavy o silné navýšení amerického zadlužení (především Německo) a o načasování exit strategy. Německo již ovšem nekritizuje, že mimo jiné i díky navýšení státního dluhu je schopné do USA nadále vyvážet.

Dohoda vedla mimo jiné k navýšení alokace SDR a navýšení facility MMF pro půjčky.

Z geopolitického hlediska došlo k ústupu vlivu USA a nárůstu především Číny – právě v této době se objevily také výzvy přechodu ke zlatému standardu (Rusko), či úvahy o opuštění dolaru jako internacionální měny číslo jedna (ze strany Číny, resp. guvernéra Zhou).

Nebezpečí dluhové krize si již tenkrát uvědomoval M. Wolff z Financial Times.

„Fiskální deficit jsou nyní obecně mnohem vyšší v zemích se strukturálními deficity běžného účtu než v těch, které mají přebytky běžného účtu. Je tomu tak proto, protože druzí jmenování mohou dovést podstatnou část stimulu, který zavedla první skupina zemí. OECD předpokládá skok v americkém veřejném dluhu o téměř 40% během tří let. Je tedy docela pravděpodobné, že další krize bude vyvolána tím, co trhy uvidí jako nadměrný fiskální dluh v zemích s vysokými

strukturálními deficity běžného účtu, hlavně v USA. Pokud tomu tak bude, může to být kritický moment pro mezinárodní ekonomický systém.“¹

Ve dnech 24. – 25. 9. 2009² se v Pittsburghu konal již třetí summit skupiny G20, která zahrnuje Argentinu, Austrálii, Brazílii, Kanadu, Čínu, Francii, Německo, Indii, Indonésii, Itálii, Japonsko, Mexiko, Rusko, Saúdskou Arábii, Jižní Afriku, Jižní Koreu, Turecko, Velkou Británii, USA a představitele Evropské Unie.

Důležitým mezníkem mezinárodních (a nejen ekonomických) vztahů je přiznání faktu, že G8 není sama schopna řešit současnou krizi. Formát G20 zároveň ukazuje, že síla světové ekonomiky se přesunula a nespočívá již výlučně „na západě.“ Problém ale je, že tento reálný posun ve světové ekonomice doposud nebyl reflektován institucemi jako je Mezinárodní měnový fond (MMF) či Světová banka. Pittsburský summit tyto skutečnosti dále uznal (jako v Londýně), ale k nápravě podprezentace řady tzv. rozvíjejících se zemí (emerging countries) neučinil dost. Formát G8 bude sice nadále zachován, ale spíše se posune do role geopolitického fóra, zatímco G20 by se i podle závěrečného komuniké měl stát hlavní platformou pro globální ekonomickou spolupráci.

Zajímavá jsou už konstatování z preambule. Zde se přiznává, že „je potřeba nechat za sebou dobu nezodpovědnosti a přijmout politiky, regulace a reformy, které splní potřeby globální ekonomiky 21. století.“ Státníci se zároveň sami chválí, jak dobře jejich razantní opatření a největší fiskální a monetární koordinace v dějinách zafungovala tváří v tvář „největší výzvě světové ekonomice naší generace.“

Je třeba opakovaně zdůrazňovat, že uznání důležitosti stimulujících balíčků je v příkrém rozporu s politikou MMF, který v případě minulých krizí (Asijská, Ruská, Brazilská...) postupoval a vynucoval si zcela opačnou politiku – silnou fiskální a i monetární restrikcí. Poznámky rozvojových zemí o dvojím metru se tak zdají být zcela oprávněné. Již v preambuli je zdůrazněno, že stimuly k plnému oživení světové ekonomiky musejí trvat, zároveň ale na nátlak francouzské a německé strany byla dodána i zmínka o „exit“ strategii, tedy přípravě na postupné opuštění těchto stimulů.

Jednání v rámci Pittsburského summitu nezahrnovala jen podmínky přísnější regulace finančních trhů. Závěrečné komuniké konstatuje, že hlavní představitelé G20 se shodli na „zvýšení kapitálových standardů, zavedení mezinárodních standardů týkajících se kompenzací, které by měli vést k ukončení operací s příliš velkým rizikem, zlepšit řízení trhu s deriváty a vytvořit nástroje, aby velké globální firmy nesly následky za rizika, která podstupují.“

Je ovšem velmi kontroverzní, že dohledem nad uskutečňováním těchto opatření by měl být pověřen MMF – který již od dob tzv. Washingtonského konsenzu nedělá téměř nic jiného než „nabádat“ k uvolnění kapitálových toků a odstranění regulací – to je udělat kozla zahradníkem.

¹ M. WOLFF: *What the G2 must discuss now the G20 is over*, 7. 4. 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/5c81651a-23a4-11de-996a-00144feabdc0.html>

² I. ŠVIHLÍKOVÁ: *Stimuly a dvojí metru*, Literární noviny, 6. 10. 2009

Je pravda, že summit se konečně dohodl na reformě MMF, aby mohl být považován za poněkud legitimnější než dnes. „Zmodernizovat řízení MMF je klíčový prvek našich snah o tom, učinit MMF důvěryhodnější, legitimnější a efektivnější.“

Minimálně 5 % posun v kvótách a tedy v hlasovacích právech se má přesunout k rozvíjejícím se a rozvojovým zemím. Tato změna je ale vzhledem k situaci ve světové ekonomice nedostačující. Vždyť v současné době Čína disponuje v MMF 3,7 % hlasů, Francie 4,9 %, přičemž je ale čínská ekonomika již nyní o 50 % větší než francouzská!

Samozřejmě, že to budou evropští členové MMF, kdo bude muset obětovat 5 %, zatímco kvóta USA (16,9 %) zůstane beze změny. To ale de facto znamená, že si USA zachovají právo veta, protože v klíčových otázkách je potřeba dosáhnout souhlasu ve výši 85 % kvót. Podobná reforma by se měla týkat i Světové banky, která je založena na stejném principu. Princip kvót by neměl být opuštěn (tedy jedna země, jeden hlas jako např. ve Světové obchodní organizaci – WTO) se nepřipouští, ale kvóty by „postupně“ měly brát v úvahu odlišné uspořádání světové ekonomiky.

Kladně je možno posuzovat, že závěrečná zpráva se nevěnuje jen finančním institucím, ale všímá si i deformovaných cen na komoditních trzích, které byly v minulosti také zasaženy spekulativními bublinami. Snaha nepřipustit přehnané „pákové“ praktiky, stejně jako otázka koordinace minimálních požadavků na kapitál a likviditu byly předány do péče Basilejskému výboru pro bankovní dohled. Německu a Francii se ovšem nepovedlo prosadit omezení bonusů pro bankéře, protože se proti postavily USA a Velká Británie, které se obávaly zmenšení vlivu svých finančních center v New Yorku a Londýně.

Je třeba objektivně přiznat, že závěrečné komuniké se věnuje i otázkám dříve spíše opomíjeným: udržitelnost růstu a především otázce globální nerovnováhy. „Musíme spolupracovat, abychom zvládli přechod na vyrovnanější cestu globálního růstu“ a dále „Máme odpovědnost za to zajistit, abychom aplikovali zdravou makroekonomickou politiku, která bude sloužit dlouhodobým (!) ekonomickým cílům a vyvaruje se neudržitelných globálních nerovnováh. V této části je zmínka o přípravě určité ekonomické Charty, jak ji navrhla německá kancléřka Angela Merkelová spolu s principy zdravého ekonomického vývoje. Zmíněna je i fiskální spolupráce v rámci daní a naznačen společný postup proti daňovým rájům. Hlavní je strategie vypořádání se právě s globálními nerovnováhami, které jsou nejlépe viditelné na vztahu USA – Čína. V závěrečném komuniké nejsou tyto země výslovně zmíněny a stejně tak není uvedena role dolaru či čínského juanu, byť byla čínská delegace údajně připravena o těchto otázkách diskutovat.

Zemím s vysokými deficity běžného účtu se doporučuje zvýšit míru soukromých úspor, provést fiskální konsolidaci a podpořit export (nikoliv ovšem protekcionistickou cestou). Pokud bychom tyto rady aplikovaly na USA, zjistíme, že jdou přesně v opačném směru. Míra úspor domácností byla v roce 2007 záporná, což mimo jiné souvisí nejen se zadlužením americkým domácnostím, ale i s dlouhodobou stagnací příjmů středních a nižších vrstev. Hovořit o fiskální konsolidaci za situace, kdy deficit rozpočtu USA za rok 2009 přesáhne hranici jednoho bilionu, lze opravdu jen těžko. Zvýšení exportu je závislé nejen na oživení světové ekonomiky, ale rovněž na struktuře americké ekonomiky a v neposlední řadě na vývoji dolaru. Problém je v tom, že ani sami Američané nemají jasno, jak silný či slabý dolar by si vlastně přáli. Bylo poněkud paradoxní, když si ministr financí Geithner jedním dechem přál „silný dolar“ a na druhou stranu kritizoval podhodnocenou čínskou měnu.

Pro země s vysokými přebytky obchodní bilance, kam patří především Čína, ale také Japonsko či Německo, se naopak doporučovalo posílit domácí zdroje růstu, tj. více se orientovat na vnitřní trh a posílit sociální síť. Tato reorientace z externí růstové cesty (exportem) na domácí ale není bez rizika, jak dobře ukazuje případ Japonska. Nemluvě o tom, že je třeba, aby domácí poptávka byla dostatečně koupěschopná. Německá strategie mzdové deflace se tady ukazuje jako kontraproduktivní a silně ovlivnila tzv. řeckou krizi, která přišla vzápětí.

Kritici podotýkají, že závěry summitu byly příliš vágní, že jim schází přesný časový plán a především, že pověřují reformou světového finančního řádu instituce, které jsou minimálně spoluzodpovědný za současnou krizi, jako je Mezinárodní měnový fond. Pittsburský summit G20 nicméně nakouzl problémy, které byly dlouhou dobu opomíjeny a alespoň zčásti reflektoval zásadní posuny ve světové ekonomice. A navíc konstatoval, že „současná krize znovu potvrdila základní závěr, že náš růst a prosperita jsou propojeny, že žádný region světa se od globalizované světové ekonomiky nemůže oddělit.“

Pozitivní směřování Pittsburského summitu G20 směřující k větší regulaci finančního sektoru byly narušeny řeckou krizí, která trend „vláda bojuje za oživení“ zvrátila a do popředí postavila problém veřejného dluhu.

Torontský summit v červnu roku 2010 nebyl charakterizován jen jako nejdražší bezpečnostní operace v historii Kanady a doprovázen velkými protesty, ale již na první pohled patrnými rozpory mezi EU a USA.

Na první pohled vypadala agenda podobně: zhodnotit dopady finančních reforem (zárodků), rozvíjet udržitelné (!) ekonomické stimuly, prodiskutovat návrh globální bankovní daně (ke které se vrátila EU).

Veškeré jednání o oživení globální ekonomiky se ocitlo ve stínu řecké krize a obav vlád z bankrotu – tak jak před rokem předpovídal Martin Wolff z Financial Times, ovšem s tím rozdílem, že se netýká USA, ale evropských zemí. Spojené státy zůstaly se svým plánem podpory světového hospodářství osamoceny.

Zvítězila fiskální konsolidace: tedy škrty, škrty a zase škrty. Zvítězily „finanční trhy“ a ratingové agentury.

Bez přehánění, torontský summit G20 skončil fiaskem. Neuspěl především prezident Obama, kterému se nepodařilo – za řecké krize – najít v EU spojence pro další stimulační program. Kancléřce Merkelové se naopak podařilo dosáhnout „dohody“, kdy se státy G20 zavázaly, že vyspělé země sníží své rozpočtové deficity o polovinu do roku 2013. od roku 2016 bude pracovat na snižování úrovně dluhu.

Německu se tak de facto podařilo nastolit svůj ústavní zákon o vyrovnaných rozpočtích jako globální agendu. Aniž by si ovšem uvědomilo, že německá cesta mzdové deflace a růstu exportem je pro celý svět (a koneckonců i pro Německo samotné) dlouhodobě neudržitelná. Každý jaksi nemůže mít přebytek obchodní bilance.

Merkelová se „inspirací“ německým ústavním zákonem ani netajila. „Fakt, že tento časový plán byl akceptován vyspělými zeměmi je úspěch.“³

Téma vládního dluhu převládalo i finanční regulaci. Nová pravidla byla odložena na další summit G20, který se má uskutečnit v Jižní Koreji v listopadu tohoto roku. Přestože Merkelová prosazovala (s Francií společně) globální bankovní daň, nenašla pro ní podporu, ale nadále byla a je na agendě EU.

Ukazuje se, že oslabení krizového vývoje vedlo k odtržení pocitu „všichni jsme na jedné lodi.“ Opět začaly převládat národní zájmy. EU, včetně Británie, se rozhodla pro škrty a prioritu „fiskální konsolidace.“

Čína zvažuje apreciaci svého yuanu, která by ji dále „motivovala“ k podpoře vnitřního trhu. Američané se pokoušejí nadále růst dluhem, který je ovšem – realisticky hodnoceno – nesplacitelný.

Na druhé straně v Torontu argumentoval Ministr financí T. Geithner. „Bez současného růstu, deficity porostou dál a zničí budoucí růst. Historie nám ukazuje ničivé dopady předčasného konce státních stimulů, citoval příklad Velké deprese.⁴ Marně...“

Tento zásadní spor ukazuje více než se na první pohled zdá. V případě evropských zemí, především Německa je to preference okamžitého řešení vládního zadlužení i s tím rizikem, že ohrozí ekonomický růst. Kancléřka Merkelová se ovšem může domnívat, že německá exportní strategie růstu závisí více na světové konjunktúře než na situaci v domácím Německu, to ale zdaleka není případ všech zemí EU, které se k fiskální konsolidaci „odhodlaly“, resp. k ní byly buď finančními trhy nebo MMF „donuceny.“

Na straně druhé tu jsou Spojené státy, které se – realisticky, dle mého názoru – domnívají, že ekonomika se „sama od sebe ze dna nezvedne.“ Rostoucí míra nezaměstnanosti je dostatečným varováním. Spojené státy jsou ovšem, podobně jako Německo, v situaci, kterou nemůže automaticky napodobit každý. Pouze USA mají internacionální měnu číslo jedna a mohou se pokusit ekonomický růst obnovit na dluhovém základě – což je cesta, která je ovšem dle Fostera a Magdoffa stále méně účinná.

Jak Německo, tak USA tedy preferují strategie, které jsou v globální měřítku neaplikovatelné: na jedné straně exit strategy tvrdou fiskální konsolidací s koncentrací na růst exportem, na straně druhé další a další stimulační ekonomiky bez ohledu na růst zadlužení. Tato „řešení“ jen ukazují na bezradnost politických elit tváří v tvář globální ekonomice, kterou svými minulými rozhodnutími pomáhaly stvořit.

³ *Half-Hearted Promises and Mutual Blame*, 28.6.2010, na <http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,703235,00.html> (online 12.8.2010)

⁴ *Half-Hearted Promises and Mutual Blame*, 28.6.2010, na <http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,703235,00.html> (online 12.8.2010)

II. Kroky k regulaci finančního sektoru: EU a USA

Již v říjnu roku 2008 pověřil J. Barroso skupinu J. de Larosiera, aby vypracovala analýzu, jak postupovat ve finanční regulaci.

Tzv. Larosierova zpráva hodnotí příčiny krize jako převážně finanční: nadbytek likvidity, nízké úrokové sazby, finanční inovace umožněné deregulací. Tento negativní vývoj byl umocněn globálními nerovnováhami s USA na straně jedné, a Čínou, Německem, Japonskem a některými ropnými zeměmi na straně druhé. Riziko bylo špatně oceněno, selhaly ratingové agentury, které se nacházely v konfliktu zájmů. Krátkodobá očekávání zisků podpořila přijímání velkých rizik, která se mohla rozšířit v celém systému.

Larosierova⁵ zpráva usiluje o konsensus – jak v rámci EU, tak potažmo celého světa – o tom, jak by měla vypadat finanční regulace.

Mezi doporučení této zprávy patří např. pravidla regulace bank (Basel 2), dohled nad úvěrovými ratingovými agenturami, jednotné účetní standardy, které umožní bez zkresení oceňovat komplexní finanční produkty, nový režim evropského pojišťovnictví, účinné sankční postupy, zjednodušit a standardizovat deriváty, vytvořit Evropskou radu pro systémové riziko a Evropský systém finančního dohledu, či zabývat se vážně problematikou off shore center.

Jednou ze zásadních závad finančního systému je, že zatímco transakce probíhají na mezinárodní úrovni, dohled a regulace jsou omezeny na úrovni národní.

Mezi nejvýznamnější události týkající se regulace finančního sektoru se v roce 2010 zařadily pokusy EU o regulaci hedgeových fondů a zavedení tzv. bankovní daně.

V případě spekulativních hedgeových a private equity fondů se nemělo jednat o jejich zákaz, ale o povinnou registraci a transparentnost jejich operací, za kterou by dostaly určitý „evropský průkaz“, tj. možnost působit na celém území EU. **Proti se postavila především Británie, jelikož se na jejím území nachází okolo 60% hedgeových fondů z celé EU a Londýnská City tvoří „páteř“ finančního průmyslu.**

Zdá se, že nakonec se dosáhne „bezzubého“ kompromisu: tyto fondy buď splní podmínky a dostanou tak EU průkaz, nebo budou postupovat jako dosud dle pravidel (méně přísných) na jednotlivých národních trzích.⁶

Bankovní daň byla zmíněna jako opatření, které chce belgické předsednictví prosadit do konce roku 2010. Tato daň by mohla plynout do speciálního fondu jako zdroj pro případné budoucí záchranné operace (bail out).

Česká republika si ovšem úřednickým premiérem Fischerem vymohla výjimku, takže by se této nové daně – pokud bude v rámci EU nakonec schválena – nemusela účastnit. Proti této dani vystupovala rovněž Itálie.

Kritici bankovní daně se – podobně jako třeba u světových rezervních zásob potravin – obávají, že by speciální fond jen posílil možnost „dobývání renty“ a morální hazard. EU se nicméně může inspirovat švédským příkladem, kde podobná daň již funguje.

⁵ E. KLVAČOVÁ a kol.: *Světová ekonomická krize*, str. 20-26

⁶ *EU to water down hedge fund regulation*, 19.7.2010 na <http://www.euractiv.com/en/financial-services/eu-water-down-hedge-fund-regulation-news-496439>

Je jasné, že proti dani se staví jak bankovní sektor, který varuje, že daň se stejně přenesne na klienty bank, i před tím, že ohrozí „křehké“ oživení EU.⁷

EU ale zvažuje i daň z finančních transakcí.⁸ Tato daň by byla uvalována z přesunů krátkodobého kapitálu (ultra rychlé pohyby), které nevytvářejí žádnou reálnou hodnotu, jako „short selling.“ Takováto daň by se netýkala tradičních úspor, jako jsou bankovní depozita. Byla by shromažďována ve speciálním fondu, který by byl použit např. pro boj proti globálnímu oteplování.

Na zavedení této daně silně tlačí Německo (spolu s Francií). Německý ministr financí Wolfgang Schäuble. „Pokud se nepodaří ji prosadit na úrovni celé EU, je potřeba zvážit, zda to je možné alespoň pro Eurozónu.“ Daň z finančních transakcí se zamlouvá i J. Sachsovi, který v ní vidí perspektivní zdroj příjmů na snížení vládních deficitů. O dani z finančních transakcí hovořil i Keynes. Navzdory názorům, že tato daň navazující rovněž na koncept J. Tobina (Tobinova daň) byla dlouho pokládána za technicky neuskutečnitelnou, J. Stiglitz se domnívá, že moderní technologie umožňují tuto daň uvalit. Zástupci MMF jsou naproti tomu skeptičtí, neboť se obávají, že transakce jsou velmi obtížně měřitelné a tím pádem by bylo příliš snadné se takové dani vyhnout. Ať již bankovní či transakční daň – obě jsou nevyhnutelně spojeny s novým nejlépe globálním dohledem a regulací.

Schäuble se rovněž vyjádřil s tím, že preferuje rychlejší reformu finančních trhů, nejlépe v rámci G20 na summit v Soulu. Dohoda by se měla týkat kapitálové přiměřenosti bank.

II. I. USA: finanční regulace a žaloba proti Goldman Sachs

Jako zjevení zapůsobila americká snaha postavit před soud nechvalně proslulého Goldman Sachs, firmu, která si finanční krizí značně „pomohla“ a hrála i důležitou roli v krizi řecké. Americká investiční banka je obviněna z toho, že poškodila své klienty. Je to o to překvapivější, že Goldman Sachs⁹ měla vždy své „přátele“ v nejvyšších kruzích a řada politiků/ekonomů absolvovala známé kolečko: Goldman Sachs – americké ministerstvo financí – MMF – Goldman Sachs.¹⁰

V červenci 2010 Goldman Sachs přistoupil na to, že zaplatí 550 milionů dolarů: 300 milionů americké vládě a 250 milionů investorům.

Žaloba proti Goldman Sachs se zhruba časově shodovala s návrhy prezidenta Obamy na větší regulaci finančního sektoru v USA, i s protesty na Wall Street.

Je proto možné, že žaloba proti Goldman Sachs měla spíše za účel „pohrozit“ a vynutit si souhlas s plánovanou finanční regulací.

V červenci 2010 podepsal prezident Obama nejrozsáhlejší zákon o finanční regulaci od dob Velké deprese.

⁷ <http://www.novinky.cz/ekonomika/203529-unie-zavede-bankovni-dan-cr-prohrala.html>

⁸ *Belgian EU Presidency to push for bank tax deal*, 5.7.2010, na <http://www.euractiv.com/en/financial-services/belgian-eu-presidency-to-push-for-bank-tax-deal-news-495898>

⁹ Američtí karikaturisté ho přejmenovali na podle nich výstižnější název: Gold in sacks. <http://quicktake.wordpress.com/2010/04/20/sec-to-sue-goldman-sachs/>

¹⁰ Např. bývalí ministři financí R. Rubin či H. Paulson.

„Američané již nikdy nebudou žádání, aby platili účty za chyby Wall Street, řekl prezident Obama. Už nebudou žádné bail-outy za peníze daňových poplatníků.“¹¹

Opatření zahrnují posílení regulace:¹² vznik nové „Rady pro dohled nad finančními službami“ (Financial Services Oversight Council), která by měla usnadňovat sdílení a koordinace informací mezi různými institucemi, upozorňovat na firmy, které by mohly představovat systémové riziko. Pozornost bude věnována speciálně velkým a provázaným finančním firmám. Budou posíleny kapitálové standardy a standardy obezřetnosti finančních institucí. Bude zavedena nová vládní agentura, jejímž úkolem bude identifikovat a odstraňovat mezery v zákonech: National Bank Supervisor. Hedgeové fondy a ostatní spekulativní fondy (private equity a vulture – supí) se budou muset zaregistrovat a budou podléhat silnějšímu dohledu. Bude posílena regulace pojišťovnictví. Komplexní regulace finančních derivátů, včetně CDS. Další nová vládní agentura má chránit spotřebitele a investory před finančním zneužitím, což reaguje na jejich asymetrickou pozici. V neposlední řadě jde i o posílení mezinárodní spolupráce a regulativních standardů.¹³

Zatímco pro pravicové republikány jde o škodlivý nárůst role státu v ekonomice, kritici z levého spektra podotýkají, že reforma je příliš mírná a mnoho zásadnějších formulací bylo odstraněno tak, aby reforma mohla projít Kongresem.

Republikán Jeb Hensarling ukazuje naplno republikánský postoj: „Nebyl to nedostatek regulace, která způsobila krizi, ale hloupá regulace – vládní intervence do trhů, které způsobily problém.“¹⁴

Prestižní CEPR (Center for Economic and Policy Research) se naopak domnívá, že „politici a regulátoři mají přímý zájem, aby vykreslili krizi jako důsledek nedůsledného regulačního aparátu, spíše než regulátorů, kteří selhali, protože takoví by měli být vyhozeni. Ale, protože nebyli pohnáni k zodpovědnosti, tak tento reformní návrh vytváří prostor pro další krizi.“¹⁵

Zavádění speciálních daní – bankovní daň či daň z finančních transakcí by se v lepším případě mohly stát určitým předvojem, popudem k zamyšlení radikálně změnit daňovou bázi státu, místo neustálého zvyšování nepřímých daní, které nejvíce dopadá na ty nejhudší.

Je logické, že pro vybírání takovéto daně je třeba nové regulace a institucí, stejně tak by bylo vhodnější, aby daně tohoto typu byly vybírány ne jedním státem (byť i to může fungovat), ale nejlépe globálně, nebo na území jako je EU. Je proto spojeno s posílením moci státu, resp. s návratem alespoň části jeho ekonomické suverenity. Některé země se ale mohou obávat, že by jejich finanční sektor těmito daněmi mohl být poškozen: je tomu tak obzvláště v případech, kde

¹¹ *Obama Signs Financial-Regulation Bill*, 21.7.2010, Wall Street Journal, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704684604575381120852746164.html>

¹² Oficiální dokument: *Draft of President Obama's Financial Regulation Proposal*, na <http://documents.nytimes.com/draft-of-president-obama-s-financial-regulation-proposal#document/p9>

¹³ *Rozbor opatření a důvodů, proč nemusí fungovat: New Financial Rules Might Not Prevent Next Crisis*, 23.5.2010, <http://abcnews.go.com/Business/wirestory?id=10723625&page=1> (Online 12.8.2010)

¹⁴ Tento případ ukazuje, kde bere česká pravice inspiraci pro své výroky ohledně finanční krize.

¹⁵ *Reaction to the president's financial regulation plan*, 17.6.2009. <http://content.usatoday.com/communities/theoval/post/2009/06/68209103/1>

tvoří významnou část ekonomiky, jako např. v Británii. Zavedení takové daně by pak mohlo ale podpořit kroky k lepší, vyváženější a reálnější struktuře ekonomiky, což je z dlouhodobého hlediska nezbytné.

III. Řecká krize¹⁶ aneb přechod z krize finanční na dluhovou

Řecko a jeho problémy otřásají nejen Eurozónou, ale celou Evropskou Unií. Rozproudily debatu týkající se nejenom budoucnosti eura jako klíčového strategického projektu, ale i žádoucnosti další koordinace hospodářských politik. V neposlední řadě pak na scénu vrátily téma dluhu a jeho řešení. Za státy EU vyřešily problém s načasováním exit strategy: vlády vesměs podlehly finančním trhům a ratingovým agenturám a „zvolily“ fiskální konsolidaci, v některých případech pod „bdělým“ okem MMF.

Přestože se často tvrdí, že Řekové si za své problémy mohou sami svým nezodpovědným hospodařením, především rozmařilými výdaji, je to jen část pravdy. Je nicméně pro média a také některé politiky lehce uchopitelná, takže nejen v předvolební ČR jsme mohli vypozerovat jednostrannou argumentaci o zhoubnosti vysokých sociálních výdajů a prospěšnosti malého státu (který je dle této logiky spojován právě s nízkým vládním zadlužením). V případě Řecka se totiž naakumulovalo několik faktorů, které v kombinaci vytvořily současný problém. Problém Řecka je mnohem hlubší a dotýká se samé podstaty a fungování hospodářské a měnové unie.

Informace o skutečném stavu řeckých financí se začaly objevovat na konci minulého roku. Nejde jen o to, že řecký deficit za rok 2009 dosáhne minimálně 13,5% HDP (s dalšími možnými revizemi směrem nahoru) a že řecký vládní dluh překročí 110% HDP. „Šok“ z Řecka měl být způsoben i tím, že vyšly najevo dlouhodobé statistické machinace, kterých se Řecko dopouštělo, včetně údajů pro přijetí eura a tedy vstupu do Eurozóny.

Zatímco špatný stav veřejných financí je jasný, není už tolik zřejmé, co k nim vlastně vedlo. Je potřeba se podívat na dlouhodobý vývoj příjmů a výdajů, ale ani tento pohled nemůže pro pochopení skutečných kořenů současné krize postačovat.

Z publikace Eurostatu *Government Finance Statistics 2010* vyplývá, že řecké deficity měly dlouhodobý charakter. Na jedné straně jsou po právu kritizovány vysoké státní výdaje např. za včasný příchod do práce či 16. platy ve velkém veřejném sektoru. Málo už se ale hovoří o tom, jaké strukturální znaky má řecké hospodářství, které se pak negativně promítá do daňového inkasa. Řecko – podobně jako řada dalších zemí - od roku 2000 prosazovalo strategii poklesu přímých daní, doufajíc, že tak urychlí ekonomický růst, čímž si nutně přivodilo velké příjmové výpady (podobně jako ČR, např.)

Řecko – podobně jako v této souvislosti zmiňovaná skupina „problematických“ států (PIGS – Portugalsko, Irsko /někdy se připojuje Itálie/, Řecko a Španělsko) – jsou země, které mají ně-

¹⁶ Volně upraveno dle: I. ŠVIHLÍKOVÁ: *Dopady Řecka na eurozónu, Pro a Proti*, květen 2010

kolik společných znaků. Leží na periferii Evropy, nemají úplně ideální ekonomickou strukturu (s výjimkou Itálie) a především mají poměrně nízké daně. Řecko má dle publikace Eurostatu jeden z nejnižších daňových poměrů přímých daní na HDP.

Zatímco v roce 2008 v průměru přímé daně tvořily v rámci EU 13,1% HDP, v Řecku to bylo pouze 7,7% HDP, což je ještě o dva procentní body méně ve srovnání s rokem 2000. Země PIGS se navíc vyznačují nízkým podílem jak daní, tak celkových vládních příjmů na HDP (což přesvědčivě vyvrací hypotézu o spojení mezi nízkými daněmi a nízkým zadlužením).

Tabulka 1 Podíl daní a příjmů vlády na HDP vybraných zemí (rok 2009)

Země	Podíl celkových příjmů vlády (i nedaňových) na HDP *	Podíl daní (bez sociálního pojištění) na HDP	Deficity rozpočtů zemí za rok 2009 k HDP
Španělsko	34,7%	18,7%	-11,2%
Portugalsko	41,6%	22,2%	-9,4%
Irsko	34,1%	21,5%	-14,3%
Řecko	36,9%	19,3%	-13,5%
Německo	44,3%	23,6%	-3,3%
Francie	48,1%	24,9%	-7,6%
Dánsko	55,8%	47,1%	-2,8%
Finsko	53,2%	29,9%	-2,4%
Švédsko	55,7%	35,9%	-0,8%

Zber údajov: *Government Finance Statistics, Eurostat, 2010/1*

- rozdíl mezi celkovými příjmy vlády a podílem daní vyjadřuje obvykle úroveň příspěvků sociálního zabezpečení, příp. prodeje státního majetku, které ale u uvedených zemí v daném období nebyly významné.

Portugalsko nepatří k zemím s vyloženě nízkou daňovou kvótou, ukazuje tak, že problém Portugalska není vládní dluh, ale vnější zadlužení firem a domácností. Mylně je ale zahrnováno do skupiny PIGS, byť původ jeho zadlužení je zcela odlišný.

Pro srovnání jsou uvedeny dvě hlavní ekonomiky EU: Německo a Francie a také skandinávské státy, jejichž deficity v rámci EU patří k nejnižším, všechny tyto země mají vysokou daňovou kvótu.

Toto snížení přímých daní bylo navíc doprovázeno „úlitbami“ obou největších stran pro „spřátelené“ firmy, podpořeno rozšířeným klientelismem a korupcí, vše vyústuje v odhady až 40% podílu šedé ekonomiky na HDP. Tato kombinace je navíc podtržena nejen již zmíněnou nevýhodnou polohou Řecka na samém okraji Evropy, a tedy daleko od centra tvořeného Německem, Francií a Beneluxem, ale i ekonomickou strukturou, která silně spočívá na zemědělství a cestovním ruchu. To, že se Řecko skládá z mnoha větších či menších ostrůvků může být atraktivní pro cestovní ruch, ale velmi to omezuje ekonomické řízení země, o infrastruktuře a základní průmyslové páteři nemluvě. Proto je možné se ptát, zda v případě Řecka stát neplnil funkci po-

skytovatele práce poslední instance, protože řecká ekonomika má velice nízkou absorpci, která je navíc v případě cestovního ruchu ještě sezónně omezená. Nedostatečnou konkurenceschopnost Řecka dále podtrhuje fakt, že přijalo kurz eura za nevhodný převodní kurz, takže už vstup do Eurozóny s sebou nesl značné náklady.

Je dále třeba osvětlit, že aktuální pohoršení ostatních členů Eurozóny nad řeckými podvody a machinacemi, je do značné míry hrané a pokrytecké. Řecko nebylo jako jediná země přijato do Eurozóny v první vlně, protože jednoznačně nesplňovalo tzv. konvergenční kritéria. Není ale pravda, že bylo jedinou zemí, která měla v referenčním roce 1997 problémy. Stačí vzpomenout Francii, která v daném roce zprivatizovala Telecom France, aby si zajistila dodatečný příjem do státního rozpočtu, či německé (neúspěšné) snahy o přecenění svých zlatých devizových rezerv. Všeobecně znám je rovněž fakt, že navzdory vysoce překračujícím hodnotám zadlužení byla přijata Belgie i Itálie, kritérium vládního dluhu s hranicí 60% HDP bylo zmírněno s tím, že bude postačovat, když země vykáží, že zadlužení dlouhodobě klesá.

Zapomíná se nicméně, že důležitou roli v tzv. kreativním účetnictví Řecka sehrála nechvalně známá finanční korporace Goldman Sachs. Goldman Sachs nejenže „pomáhal“ Řecku skrýt pravý stav veřejných financí, ale zároveň se stal hlavním aktérem na trhu se speciálním finančním derivátem CDS (credit default swap), který představuje de facto sázku na špatný hospodářský výsledek, v případě Goldman Sachs, který byl obeznámen s realitou, mu CDS umožňoval vydělavat na sázce, že Řecko zbankrotuje.

Ještě méně se hovoří o tom, jak Řecko poznamenal vstup do Eurozóny a do jaké míry jsou jeho současné problémy způsobeny podobou hospodářské a měnové unie. Co se podoby měnové unie týká existuje několik teoretických konceptů, které vyjmenovávají, jaké podmínky musejí být splněny, aby tato unie mohla fungovat a přinášela svým členům pozitiva. Tyto podmínky jsou o to důležitější, že již z historie známe několik pokusů o měnovou unii v rámci evropského prostoru, které ale nedopadly příliš dobře – s jednou jedinou výjimkou: německé měnové unie, která vyvrcholila sjednocením Německa 1871.

Asi neznámější teorií je Mundellova teorie optimální měnové oblasti. Teorie se zabývá tím, jak je možné reagovat na asymetrický šok (který nepostihne celou měnovou oblast, ale např. jen jednu nebo několik zemí) za situace, kdy jeden z nejdůležitějších nástrojů – měnový kurz – není možné použít. Pro zemi, která by čelila z nějakého důvodu ztrátě konkurenceschopnosti, tedy není možnost použít devalvaci a vybalancovat tak vnější nerovnováhu. Za takové situace zůstávají dvě cesty (nebo jejich kombinace): mobilita trhu práce a fiskální redistribuce. Mobilita trhu práce je v rámci EU, ať již z důvodu jazykových či kulturních poměrně nízká. Sporné je rovněž, do jaké míry je vyšší mobilita práce v rámci EU žádoucí ze sociálního hlediska. Pak ale zůstává už jen jediná možnost, která byla především Německem mnoho let odmítána: fiskální redistribuce. Je totiž naprosto evidentní, že pokud spolu země, jejichž ekonomická struktura a celkový ekonomický rozvoj je velmi odlišný, chtějí provozovat společnou měnu za situace, kdy flexibilita mezd a cen je omezená, pak se přerozdělování od silnějších částí ke slabším nelze vyhnout. Z tohoto hlediska by bylo možné považovat i bývalé Československo za měnovou unii – i v jejím rámci docházelo k převodu značných peněžních částek z Česka na Slovensko. To byla cena za udržení jednotné měny. Ničím takovým ale současná Eurozóna prozatím nedisponuje.

Historická zkušenost nám ale ukazuje ještě víc. Měnová unie nemůže být pouze technokratickým projektem, bez politické vůle ji není možné udržet. O tom svědčí jak neúspěch např. skandinávské či latinské měnové unie, ale především měnová unie německá, která vyvrcholila, jak již zmíněno, politickou unií. V případě jednotné měny, jak se ukazuje, nelze zůstat na půli cesty a spoléhat se na soubor pravidel (Pakt stability a růstu), který by fungoval i bez fiskálních transferů. Pakt stability jednak nereflktuje reálnou ekonomiku a příliš se zaměřuje na nominální ukazatele a „trest“ za překračování deficitů, na druhou stranu ukázal svou bezzubost, když měl být použit na Německo a Francii, které ho samy opakovaně porušily.

Vzhledem k hospodářským problémům celé EU, ale především Německa s obrovskými náklady na znovusjednocení, nepanovala příliš velká ochota k těmto transferům.¹⁷ EU si tak vybrala kompromisní ale polovičatou cestu, za kterou nyní „sklízí ovoce“ a není to moc vábná úroda. Na jedné straně se zásadním způsobem rozdělila fiskální a monetární politika, na druhé straně je tu pak ztráta kurzové politiky, která byla prohloubena německou strategií rozvoje orientovaného na export.

Fiskální přerozdělování v rámci EU není oficiálně stanoveno, resp. je „skryto“ do programů strukturálních fondů, ze kterých Řecko jako chudá země dlouhodobě čerpalo. Bylo by ale namístě se ptát, do jaké míry tyto fondy sloužily k rozvoji řeckých průmyslových kapacit a do jaké míry ke stavbě dalších a dalších hotelů, příj. letišť ve známých letoviscích. Celkový rozpočet EU stěží překračující 1% HNP členských zemí není dostatečným nástrojem, jak překonat oddělení dvou v rámci národního státu spojených politik. Německo navíc dlouho argumentovalo, že Maastricht přímo zakazuje tzv. bail out, tj. vykoupení špatných dluhů, což dále demonstrovalo nechuť k fiskálním transferům.

Monetární politika je v rámci EU soustředěna v Evropské centrální bance. Jednotné stanovení základní úrokové sazby sice na jednu stranu vedlo k tomu, že Řecko se mohlo dlouho těšit z nižších sazeb a tak snáze financovat své dluhy, než kdyby mělo svou drachmu, na straně druhé ECB při stanovování těchto sazeb bere v úvahu víceméně jen velké ekonomiky, především potřeby dua Francie – Německo. Nízké úrokové sazby ECB, které měly pomoci německé ekonomice z problémů, se negativně projeví právě na periferii, která se nacházela v jiné fázi cyklu. V Řecku a Portugalsku vyvolaly nárůst spotřeby domácností na dluh, v Irsku a Španělsku pak vyvrcholily investičním bohem a spekulativní bublinou v oblasti nemovitostí.

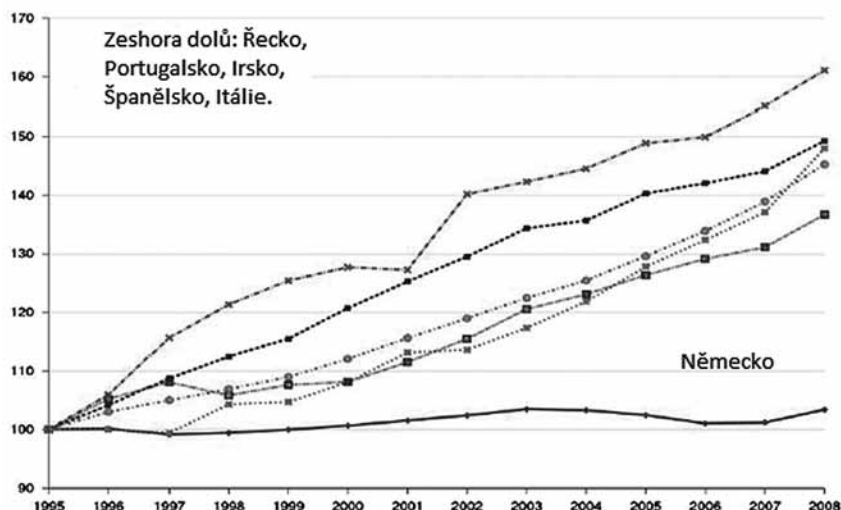
Vzato z pozice malé země, která není schopna ovlivnit směřování ECB, je její manévrovací prostor značně omezen. Pokud by se dodržoval Pakt stability a růstu, pak je fiskální politika okleštěna hranicemi stávajícího zadlužení i případných nových deficitů, kurzová politika vyjadřává zcela, stejně tak i monetární. Malá ekonomika se tak může vůči vnějším ekonomickým šokům, jako např. současná krize, jevit jako téměř bezmocná a vydaná napospas dění, které nemůže ovlivnit.

¹⁷ V současné době se ale v rámci EU znovu hovoří o tzv. evropské dani pro posílení rozpočtu EU. Návrh ale prozatím nevzbuzuje velké nadšení – evropskou daň by bylo možno zavést jen se souhlasem všech členů.

Zásadní je rovněž řecká (ne)konkurenceschopnost, která se mimo jiné odráží na obchodní bilanci, potažmo běžném účtu. Právě v této souvislosti je nutno analyzovat dopady německé strategie mzdové deflace, kterou Německou sleduje zhruba od počátku 21. století a tzv. Agendy 2010. Protože se Německo obávalo snížení své konkurenceschopnosti v měnové unii, vydalo se cestou vnějšně orientovaného růstu (*export-led growth*). Tlakem na mzdy bylo sice dosaženo vyšší (cenové!) konkurenceschopnosti, ale zároveň byla v Německu podvázána domácí poptávka. Přestože se jedná o zásadní rozhodnutí v ekonomickém směřování, Německo ho s ostatními zeměmi neprodiskutovalo, což neukazuje jen opět na limity hospodářské koordinace, ale také na krátkozrakost uvažování. Německo začalo vlastně používat politiku známou jako „*beggar thy neighbour*“ – ožebrač svého souseda. Nepoužilo sice ani umělou devalvaci, ani celní překážky, které měnové unie neumožňuje, takže zbyl jen nástroj utlumení mzdových nákladů pod inflační cíl stanovený ECB.

Pozoruhodné je, že na nebezpečí takového vývoje upozorňuje zpráva UNCTAD *Trade and Development report* již z roku 2007. Část *Regional Financial and Monetary Cooperation* přímo zmiňuje, že Německo na počátku 21. století odstartovalo strategii mzdové deflace „*race to the bottom*“ – závod ke dnu. A dále: „Z úzké perspektivy německých exportérů se ukázala být strategie mzdové dezinflace velmi úspěšná pro zvýšení vnější konkurenceschopnosti a čistých exportů. Nicméně, deflační dynamika v německých jednotkových nákladech práce dostala ostatní členů EMU do velmi těžké pozice, protože zažily silnou a naprosto neočekávanou reálnou apreciaci. Výsledkem této politiky bylo, že německé saldo běžného účtu se zlepšilo, z deficitu 27 mld. Dolarů v roce 1999 na přebytek 146 mld. dolarů v roce 2006 – zatímco jeho nejbližší obchodní partneři utrpěli odpovídající pohyb směrem k deficitu. Je ale ironií, že Německo z této politiky „ožebrač svého souseda“ vlastně nemělo prospěch. Ve velkých ekonomikách je domácí poptávka kvantitativně důležitější než export a spotřeba domácností v Německu stagnuje.“¹⁸

Obrázek 1 Německá strategie mzdové deflace: vývoj jednotkových nákladů práce



Zber údajov: Eurozone crisis: *Beggar thyself and thy neighbour*, *Research on money and finance*, str. 26

¹⁸ *Trade and Development Report 2007*, část *Regional Financial and Monetary Cooperation*, str. 141-142

V jádru Eurozóny se tak nachází země, která byla do roku 2008 největším exportérem světa a která záměrně utlumila svou vnitřní poptávku, aby si udržela cenovou konkurenceschopnost. Ostatní země, i když jejich mzdové náklady rostly v souladu s produktivitou práce, tak byly tímto rozhodnutím zasaženy – dále to negativně prohloubilo ztrátu kurzové politiky a příliš vysoký převodní kurz k euru. Pokud spojíme uvedené dohromady, naskytne se nám již komplexnější obrázek, než jen špatně hospodařící Řekové.

Na jedné straně hlavní ekonomika Eurozóny, která mzdovou deflací, ale i např. přemísťování řady výroby do tzv. nových zemí EU, držela své náklady na uzdě, i za cenu ochromení vnitřního poptávky a mohla o to více vyvézt do zemí periferie, na kterých nízké úrokové sazby (rovněž uzpůsobené pro Německo) zesílily poptávku po zahraničním zboží. Okolo 2/3 obchodu Německa je provozováno s Eurozónou a euro se tak pro Německo stává mechanismem, jak docilovat přebytků běžného účtu. Z logiky věci pak Německo nejenže dominuje obchodním tokům, ale také kapitálovým. Německé banky přebytky běžného účtu „recyklují“ v přímých zahraničních investicích a také bankovních půjčkách právě periferním ekonomikám. Silná angažovanost německých a také francouzských bank právě v řeckých státních dluhopisech signalizovala, že nelze nechat Řecko „padnout“ a zbankrotovat.¹⁹

Možná řešení

Úkol pro Řecko spočívá ve vyřešení kvadratury kruhu: jak se z velkého primárního deficitu dostat do velkého primárního přebytku, aniž by to nepodvázalo ekonomický růst.

Původně se diskutovalo o mnoha různých řešeních, včetně vyloučení Řecka z Eurozóny (což ovšem není za současných pravidel možné). Nakonec budou členové Eurozóny nuceni udělat to, co dlouhou dobu odmítali: provést velký fiskální transfer, resp. půjčku Řecku, aby mohli zachovat svůj „strategický“ projekt euro a zároveň zabránili šíření spekulativní nákazy na ostatní země (PIGS). Záchraný balíček zemí Eurozóny a MMF v časovém rozmezí 3 let a 110 miliard eur, kdy Eurozóna poskytne 80 miliard eur a MMF 30 miliard.

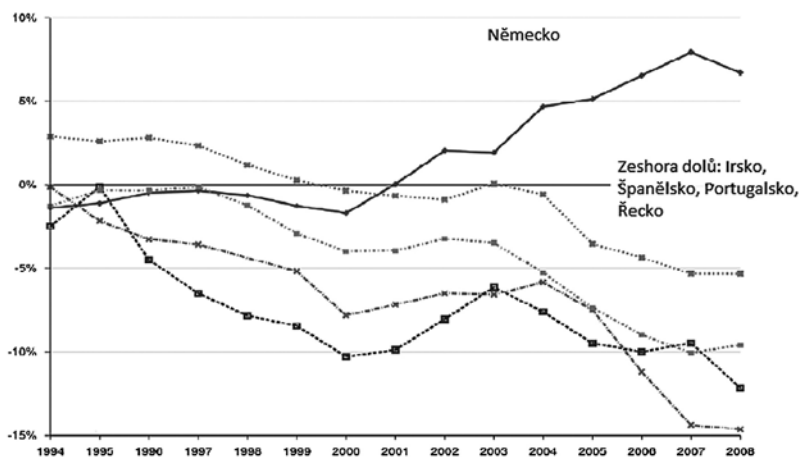
Je jasné, že půjčka tohoto rozsahu nejen neřeší hlavní kořeny problémů (a nejen Řecka), ale také že nelze v realu očekávat, že bude splacena. Řecko bude muset dříve či později svůj dluh restrukturalizovat (reschedule), tj. posunout splatnost na delší časový horizont.

Země Eurozóny se následně rozhodly k bezprecedentnímu kroku, když schválily vytvoření záchraného fondu ve výši 750 mld. Eur, která má pomoci odrazet spekulativní útoky za na euro, za nimiž údajně stojí např. známý spekulant George Soros. Země Eurozóny si nejspíše uvědomily, že útok spekulantů byl veden na první slabý článek: periferně položené Řecko s vysokým vládním deficitem i dluhem, vysokým deficitem běžného účtu. Útok na Řecko tak mohl být určitým testem pro spekulanty, kam až lze zajít.²⁰

¹⁹ Řecko je navíc velkým odběratelem zbraní z obou zemí.

²⁰ Vzpomeňme v této souvislosti M. Wolfa z Financial Times, který již rok před krizí tvrdil, že problémem může být země s vysokými deficity rozpočtu a běžného účtu – což je charakteristika padnoucí na Řecko, ale také např. na ČR.

Obrázek 2 Běžný účet v % HDP: Přebytky Německa a deficity periferie



Zber údajov: Eurozone crisis: Beggar thyself and thy neighbour, *Research on money and finance*, str. 30

Rovněž byla zásadním způsobem přehodnocena činnost, resp. limity aktivit ECB, které bylo umožněno kupovat vládní dluh zemí Eurozóny, což bylo až donedávna považováno za nepřipustné.

Přehledně shrnuto byly podniknuty zatím tyto kroky:

Evropská komise a MMF:

- 60 mld. Eur. Půjčka vládám, již financováno
- 440 mld. Eur. Nákup vládního dluhu. Pokud to bude nutné, bude vytvořen speciální fond (special purpose vehicle, S.P.V.) k nákupu vládního dluhu v EU. Země EU se zavázaly garantovat investice fondu až do výše 440 mld. Eur
- 250 mld. Eur. MMF se zavázal poskytnout zemím v nouzi až 250 mld. Eur, pokud to bude nutné.

Celkem k dispozici až 750 mld. Eur

Evropská centrální banka:

- bude kupovat dluh evropských vlád na otevřeném trhu, aby podpořila ceny obligací. Přesné částky nejsou zatím známy.
- Rozšíření půjček. Poskytnutí likvidity evropským bankám – půjčky s 1% úrokem až na dobu 6 měsíců. Není žádný limit na částku pro banky, pokud poskytnou záruky (collateral)
- Nabídka dolarů. Ve spolupráci s americkou Federal Reserve Board poskytuje bankám krátkodobé neomezené půjčky v dolarech (za záruku), aby podpořila kurz eura.

Za zmínku rovněž stojí chování finančních institucí, specificky hedgeových fondů, a také ratingových agentur. Jak finanční instituce, tak ratingové agentury mají velký podíl na současné

krizi. Zatímco v případě krize byly finanční instituce zachraňovány z veřejných peněz, nyní ti stejní aktéři kritizují stát za příliš velké zadlužení a navrhuji drastickou kúru pro obyvatele. Ratingové agentury, které neměly problém ohodnocovat nekvalitní balíčky CDO vysokým ratingem, nyní zemím vyhrožují, že sníží jejich rating a zdraží jim tak půjčování na mezinárodních trzích. Již dlouho je evidentní, že minimálně v rámci EU je nutné provést kroky, o kterých opakovaně hovořila kancléřka Merkelová i na summitech G20: dostat ratingové agentury pod veřejnou kontrolu a regulovat, resp. zakázat určité typy spekulativních operací.

Morální hazard u ratingových agentur byl nade vše pochybnost potvrzen výsledkem analytiků Moody's. Ti přiznali, že je strach o kariéru a o odměny vedl k lepšímu hodnocení investičních produktů (AAA), než byla realita. Podíl na trhu dostal přednost před starostí o bonitu. Vysvětleno takto by se mohlo zdát, že jde o selhání několika chamtivých jednotlivců. Není tomu tak: jde o systémový morální hazard: pokud by totiž nějaká ratingová agentura neocenila produkt výhodně, jiná by zaujala její místo.

Pro podporu konkurence bylo v 70. letech ratingovým agenturám umožněno, aby jim místo investorů platících za rating platili emitenti dluhu. To vedlo ratingové agentury ke konkurenci tím, že „podlézaly“ investičním bankám, které byly připraveny štedře platit za ratingy, které potřebovaly.²¹

Ratingový trh má silně oligopolní podobu. Ratingové agentury Moody's, Standard and Poor's a Fitch de facto kontrolují celý americký ratingový trh. Pozice ratingových agentur byla dále posílena požadavky regulátorů k obstarání si určitých ratingů, účastníci finančního trhu tak byli nuceni využívat stále více ratingové agentury. Regulace a efektivní dohled nad tímto „odvětvím“ ovšem neexistoval. Komplikované a neprůhledné deriváty, kterým téměř nikdo nerozuměl (CDO) vytvářely závislost investorů na posouzení těchto agentur.

Dalším velice závažným návrhem pocházejícím z Evropské Komise je pokrok ve fiskální koordinaci. Pokud se země, více či méně dobrovolně, rozhodly pomoci Řecku, je nutné v měnové unii pokročit, jinak se problémy mohou opakovat. Komise tak předložila návrh na užší fiskální koordinaci, která zahrnuje spolupráci EU při tvorbě národních rozpočtů. Dokument Komise přesouvá ekonomické uvažování čistě technokratického plnění cílů na širší pohled, z opravné funkce (defenzivní reakce) na preventivní. Zároveň předjímá přísnější pokuty v případě neplnění Paktu stability a růstu, které ale ještě nebyly specifikovány. Na jedné straně se zřejmě vzhledem k podobě hospodářské a měnové unie EU jedná o nutný krok, aby bylo i v budoucnu možno společnou měnu udržet. Na druhou stranu představuje zásah do velmi citlivé oblasti. Po společné monetární politice je již i tak omezená fiskální politika tou jedinou, která zemím ještě zbývá. Pokud by návrh Komise znamenal nejen schvalování národních rozpočtů, ale i silnější daňovou koordinaci, pak je politická unie nevyhnutelná. Rozpočet je totiž nejen ekonomický, ale především politický nástroj, který v sobě shrnuje preference pro určité skupiny obyvatel či firmy, ať již na straně výdajové či příjmové. Pokud by Evropská Komise sjednotila fiskální pravidla EU, je samostatná ekonomická politika jednotlivých států iluzí, a otazník by tak visel nad reálnými

²¹ *Rating a culture of Moody's manipulation*, 20. 10. 2009, <http://www.theaustralian.com.au/business/news/rating-a-culture-of-moodys-manipulation/story-e6frg90f-1225788542991>

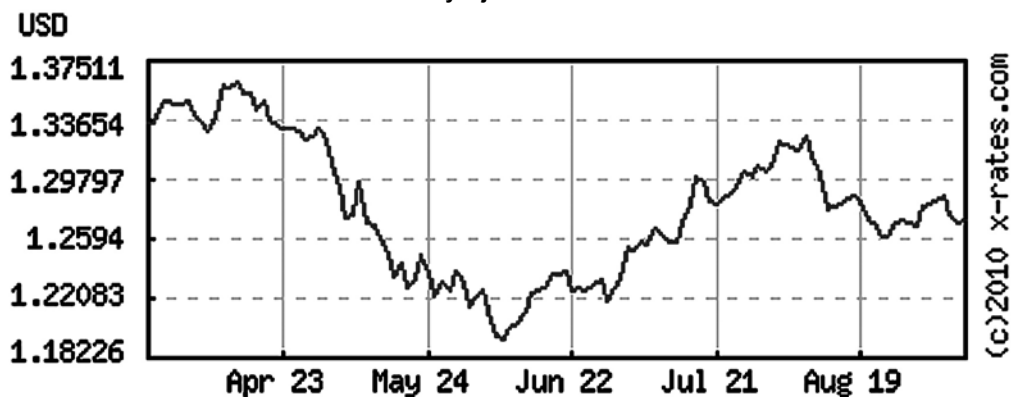
pravomocemi národních parlamentů. Zůstává ale téma obchodních nerovnováh v rámci EU, byť např. Francie již vyzvala Německo, aby strategii exportně orientovaného růstu přehodnotilo a soustředilo se více na vnitřní trh.

Samostatným problémem zůstává vývoj eura, které zažívá proti dolaru značnou volatilitu. Trend oslabování eura vůči dolaru pak nadále pomáhá Německu, aby šlo cestou vnějšího rozvoje, paradoxně posiluje dolar a tak prohlubuje americký deficit obchodní bilance. Ukazuje se stále více, že v mezinárodním měnovém systému funguje příliš málo skutečných internacionálních měn, resp. životaschopných alternativ vůči dolaru. Možná i z tohoto důvodu se země BRIC rozhodly používat při vzájemných obchodních transakcích své národní měny. Oslobování eura vůči dolaru zároveň může nahlodávat ty země, které se z ekonomických či politických důvodů rozhodly držet ve svých devizových rezervách eura, či přijímat platby v eurech (např. Irán). Dopady budoucího vývoje eura rozhodně nezůstanou omezeny jen na Eurozónu.

IV. Ekonomické a politické dopady dluhové krize

Stejně jako je mylné chápat řeckou krizi jako „rozežranost Řeků“, za kterou musí po právu zaplatit, je mylné se domnívat, že hlavní dopad krize je ekonomický.²² Nejde jen o podmínky MMF, které Řecko sráží na kolena. Fenomén Řecka, později rozšířený na země PIGS ukazuje bezmocnost politických elit tváří v tvář „neomylným a trestajícím“ finančním trhům.

Obrázek 3 Vývoj kurzu dolar/euro



Zber údajov: <http://www.x-rates.com/d/USD/EUR/graph120.html>

Drastické úsporné programy drtí řeckou ekonomiku. Do konce roku 2010 se počítá s nezaměstnaností až 20%. Příjmy státu se zvyšují mnohem pomaleji, než se očekávalo: navzdory navýšení DPH. Příjmy Řeků padají na úroveň roku 1984.

²² F. W. Engdahl se v souvislosti s řeckou krizí domnívá, že jde o rozsáhlý komplot amerických ratingových agentur a Goldman Sachs, které chtějí udržet pozici dolaru jako internacionální měny číslo jedna stůj co stůj. Řecko je bojiště měnové, ekonomické i sociální.

Řecko se tak může dostat to děsivé spirály: ekonomický pokles, resp. stagnace, nedostatek příjmů státu, další výdajové škrty (důchody, zdravotnictví atd.), další pokles příjmů obyvatelstva atd...

Přestože byly deficity zaviněny převážně předchozími pravicovými vládami, je to sociálně-demokratický PASOK, který škrty podpořil. Na politické scéně není nikdo, kdo by se dokázal postavit MMF, není tu žádná politická strana, která by zastupovala zájmy obyčejných Řeků, na které škrty tvrdě doléhají.

Krize v Řecku tedy není jen ekonomická. Jedná se doslova o krizi politického systému, o krizi legitimacy.

Sami Řekové uvádějí, že krize politická je u nich hlubší než krize ekonomická. 84% Řeků se domnívá, že politický systém nefunguje správně. Klasické politické strany, ale především se to týká sociální demokracie, se akceptací podmínek MMF zcela diskreditují. Takováto situace nahrává radikálním silám: fašizoidní pravici, která může chtít „udělat pořádek“ po svém, nebo změně celého systému v případě radikální levice.

Situace, kdy finanční trhy upozornily na problém veřejného dluhu, nezůstala omezena jen na Řecko. Drastické škrty jsou plánovány téměř ve všech zemích EU, Řecko se stalo hlavním tématem volebních kampaní. Především v ČR slavila primitivní kampaň pravice „strašením Řeckem“ úspěch, a to navzdory faktu, že zadlužení ČR je jedno z nejnižších v celé EU. Ale finanční kapitál je mocný, a jak ukazuje např. případ Thajska, když se rozhodne udeřit, je malá či středně velká země zcela bezmocná.

Politika škrťů, od Německa, po Velkou Británii, Španělsko, či Portugalsko je v přímém rozporu s tím, co bylo doporučeno ještě před pouhým rokem např. v rámci G20. Exit strategy bude provedena rychleji, než bylo zamýšleno, USA zůstaly v rámci Torontského summitu osamoceny. Dokonce bylo schváleno, aby se země nyní primárně zaměřily na snižování svých deficitů. Tón v EU udává již tradičně Německo, na fiskální konsolidaci naléhá i ECB. Německu nejenže prospívá slabší euro, a může tak pokračovat ve své cestě utlumování domácí poptávky a cestou růstu exportem (export-led growth). Německo již v polovině minulého roku schválilo Ústavní zákon, kterým dalo najevo své směřování ohledně dluhů. Tento zákon sice Financial Times nazývají „ekonomicky negramotným“, ale to těžko na situaci něco změní.²³

Paradoxní je, že drastické škrty provádějí i země, jejichž dluh má jinou povahu (není vládní), jedná se např. o externí dluh. Pokud zhodnotíme země v kontextu, zjistíme, že zadlužené jsou téměř všechny a že řada těchto dluhů je nesplacitelná. Není pak spíše na místě se ptát, jak je možné, že se země (vlády, podniky, domácnosti) mohly zadlužovat tak dlouho, aniž by to „bdělým“ finančním trhům vadilo? **Nebyl celkový růst v minulých letech (nejméně od let 70. let) prostě dluhovým růstem?** A není tomu tak proto, že podmínky v reálné ekonomice pro růst se vyčerpaly?

²³ W. MÜNCHAU: *Berlin weaves a deficit hair-shirt for us all*, 21.6.2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/4e63cb22-5e8b-11de-91ad-00144feabdc0.html>

Spolu se strategií škrťů se nabízejí i další velmi znepokojivé otázky. Nejde jen o privatizaci zbytků veřejných služeb. Je vůbec možné splácet dluhy v období recese, resp. krize? Nedostane to ekonomiku náhodou do dlouhotrvající stagnace s katastrofálními sociálními dopady? Odkud přijde zázračný růstový impuls? Nedá se očekávat ani od spotřeby domácností, které budou postiženy rostoucí nezaměstnaností a škrty transferových plateb, ani od investic (proč investovat v době krize?), a už vůbec ne od vládních výdajů. Tyto tři složky budou působit silně restriktivně. Zbývá jen čistý export. Na ten zřejmě spoléhá Německo. Kdo bude kupovat německé zboží? Chronicky předlužený americký trh, který se drží nad vodou jen díky Číně a permanentnímu vedení války?

Rychlost, s jakou představitelé zemí EU kapitulovaly před finančními trhy a ratingovými agenturami, které ještě před několika měsíci chtěly, „krotit“ je děsivá. Ještě nikdy nebyla tak patrná ztráta reálné moci představitelů politických elit ovlivnit ekonomický vývoj své (?) země. **(Ne) legitimita politiky vystupuje na povrch tak zřetelně právě proto, že po dlouhé době se zájmy politické a finanční elity nekryjí.** Dokud byl neoliberalní pohled tím „jediným možným, jediným správným“ a jakýkoliv jiný názor byl hanlivě nálepkován jako „socialismus“, bylo možné tuto politiku provádět. Politické elity ji předváděly jako žádoucí a vedoucí k úspěchu, vedoucí k vyšší konkurenceschopnosti. Tomuto ale dnes již nikdo nevěří (resp. téměř nikdo, snad mimo ČR). Politici by rádi „něco“ udělali, ale nemají páky, jak na to. Zbavili se sami své ekonomické moci, a tato ztráta se jim od 70. let nyní vrací jako bumerang. Snad někteří opravdu upřímně věřili tomu, že silné nadnárodní firmy a deregulované finanční trhy přinesou světovou prosperitu. Nyní se ocitají v situaci pouhé převodní páky několika spekulantů významných nadnárodních firem, které navíc často vystupují v roli hlavního financiera jejich volební kampaně. Více než kdy jindy je aktuální heslo: kdyby volby mohly něco změnit, byly by zakázány.

Krise legitimacy systému otevírá možnosti razantní změny systému. Jak již uvedeno může to být prostor jak pro radikální pravici, která by se mohla snažit ekonomický problém „překrýt“ určitým konfliktem (např. s Kyprem). V Řecku má ovšem silné postavení i radikální levice, která by mohla – jako známe např. z Jižní Ameriky – reagovat na krizi pokusy o transformaci zdola, k soběstačným komunitám.

Literatúra

Monografie:

- E. KLVAČOVÁ, K. MRÁČEK, J. MALÝ, P. WAWROSZ, J. SEREGHYOVÁ: Světová ekonomická krize: příčiny, projevy, perspektivy, Professional Publishing, 2009
- J. B. FOSTER, F. MAGDOFF: Velká finanční krize. Příčiny a následky, Grimmus, 2009
- J. STIGLITZ: Jiná cesta k trhu, Prostor, 2003
- P. R. KRUGMAN: Návrat ekonomické krize, Vyšehrad, 2009
- P. R. KRUGMAN, MAURICE OBSTFELD: International economics, theory and policy, Pearson international edition, 2006
- P. SIRŮČEK A KOLEKTIV: Hospodářské dějiny a ekonomické teorie (vývoj – současnost – výhledy), Melandrium, 2007
- R. O'BRIEN, M. WILLIAMS: Global political economy, Palgrave Macmillan, 2007

Články, analýzy:

- Belgian EU Presidency to push for bank tax deal, 5.7.2010, na <http://www.euractiv.com/en/financial-services/belgian-eu-presidency-to-push-for-bank-tax-deal-news-495898>
- EU to water down hedge fund regulation, 19.7.2010 na <http://www.euractiv.com/en/financial-services/eu-water-down-hedge-fund-regulation-news-496439>
- Eurozone crisis: Beggar thyself and thy neighbour, Research on money and finance
Government Finance Statistics, Eurostat, 2010/1
- Half-Hearted Promises and Mutual Blame, 28.6.2010, na <http://www.spiegel.de/international/world/0,1518,703235,00.html>
<http://www.novinky.cz/ekonomika/203529-unie-zavede-bankovni-dan-cr-prohrala.html>
- I. ŠVIHLÍKOVÁ: Dopady Řecka na eurozónu, Pro a Proti, květen 2010
- I. ŠVIHLÍKOVÁ: Stimuly a dvojí metr, Literární noviny, 6.10.2009
- M. Wolff: What the G2 must discuss now the G20 is over, 7.4. 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/5c81651a-23a4-11de-996a-00144feabdc0.html>
- New Financial Rules Might Not Prevent Next Crisis, 23.5.2010, <http://abcnews.go.com/Business/wirestory?id=10723625&page=1>
- Obama Signs Financial-Regulation Bill, 21.7.2010, Wall Street Journal, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704684604575381120852746164.html>
- Oficiální dokument: Draft of President Obama's Financial Regulation Proposal, na <http://documents.nytimes.com/draft-of-president-obama-s-financial-regulation-proposal#document/p9>
- Rating a culture of Moody's manipulation, 20. 10. 2009, <http://www.theaustralian.com.au/business/news/rating-a-culture-of-moodys-manipulation/story-e6frg90f-1225788542991>
- Reaction to the president's financial regulation plan, 17.6.2009. <http://content.usatoday.com/communities/theoval/post/2009/06/68209103/1>
- Trade and Development Report 2007, část Regional Financial and Monetary Cooperation
- W. MÜNCHAU: Berlin weaves a deficit hair-shirt for us all, 21.6.2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/4e63cb22-5e8b-11de-91ad-00144feabdc0.html>