

Eva Muchová
Marek Kálovec

DLHOVÁ KRÍZA V EUROZÓNE – TEORETICKÉ POHĽADY A EMPIRICKÉ POZNATKY ¹

***Abstract:** The paper deals with the debt crisis in the euro area, with emphasis on the development of the peripheral economies. The first section presents the theoretical approaches to the debt crisis. The second part focuses on the particularities of fiscal policy in a monetary union. The third section focuses on theoretical background for empirical analysis of the conditions of long-term sustainability of the debt burden. The paper results in the fourth section presenting the findings of analysis for selected countries (Greece, Ireland, Portugal, and Spain). The results of empirical analysis support the idea of the monetary union as a project that was in the beginning a political one and contributes to the significant fiscal imbalances across monetary union. The analysis supports argument that the current model of the eurozone is unsustainable in the long-term perspective.*

Keywords: debt crisis, eurozone, fiscal discipline, debt sustainability

JEL: F 41, F 02

Úvod

Globálna finančná kríza obnažila ďalší slabý článok eurozóny a ním je fiškálna pozícia jednotlivých krajín. V priebehu relatívne krátkeho obdobia sa finančná kríza po bankovej a menovej kríze transformovala na krízu dlhopisov – dlhovú krízu v eurozóne. Súčasnú situáciu v Grécku, Portugalsku, Španielsku, Taliansku a v Írsku je preto možné považovať za druhú etapu globálnej finančnej krízy. Tá pramení zo socializácie súkromných strát a fiškálnej uvoľnenosti, ktorá mala za cieľ stimulovať ekonomiky a viedla k nahromadeniu deficitov štátnych rozpočtov a dlhov. V tejto súvislosti išlo primárne o ekonomiky Grécka a Portugalska, ktoré dlhodobo kumulovali rozpočtové deficity a po prepuknutí krízy sa dostali do problémov s platobnou neschopnosťou. Stali sa centrom dlhovej krízy v eurozóne. Možno identifikovať minimálne tri faktory, ktoré ovplyvnili priebeh tejto krízy: vývoj v ekonomikách

¹ Príspevok vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV s názvom: *Výtvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku.* Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ.

Grécka a Portugalska, situácia na finančných trhoch vrátane úlohy ratingových agentúr a inštitucionálne nastavenie eurozóny. Kľúčovým faktorom determinujúcim krízu v súčasnosti je fiškálna pozícia periférnych ekonomík eurozóny – ich dlhodobá neschopnosť tvorby rozpočtových prebytkov a neschopnosť dosahovať primeraný ekonomický rast, ktoré sú nevyhnutné pre znižovanie vysokého podielu verejných dlhov v pomere k HDP.

Príspevok sa zaoberá dlhovou krízou v eurozóne s dôrazom na vývoj v jej periférnych ekonomikách. V prvej časti sa prezentujú teoretické prístupy k dlhovej kríze. Druhá časť sa venuje osobitostiam fiškálnej politiky v menovej únii. Metodologický prístup použitý pri analýze je prezentovaný v tretej časti. Príspevok vyúsťuje do štvrtej časti, ktorá uvádza výsledky empirickej analýzy podmienok dlhodobej udržateľnosti dlhového zaťaženia vo vybraných krajinách hospodárskej a menovej únie.

1 Konceptuálny rámec dlhovej krízy

Krízy ako prípad extrémneho poklesu ekonomickej aktivity sú integrálnou súčasťou hospodárskeho vývoja. Z hľadiska samotného pojmu kríza je potrebné rozlišovať medzi ekonomickou krízou a finančnou krízou. *Ekonomická (hospodárska) kríza* vychádza zo samotnej podstaty *cyklického vývoja ekonomickeho systému* a súvisí s procesmi v reálnej ekonomike. Je dôsledkom poklesu ekonomickej aktivity – recesie, ktorú ekonomická teória definuje ako stav, keď je tempo rastu ekonomiky zreteľne nižšie ako obvyklé tempo rastu hospodárstva [7].

Na rozdiel od ekonomickej krízy *finančná kríza* predstavuje nestálosť na *finančnom trhu* spojenú s padajúcimi cenami aktív a insolventnosťou medzi dlžníkmi a sprostredkovateľmi. Kríza sa šíri finančným systémom narúšajúc schopnosť trhov efektívne alokovať kapitál [6]. Termín *finančná kríza* zahŕňa spektrum udalostí na finančnom trhu ako krízy v bankovom sektore, menové krízy a krízy platobnej bilancie či krízy fiškálnej pozície krajín.

Prístup jednotlivých autorov k *dlhovej kríze* je odlišný. Niektorí ju vymedzujú na základe schopnosti plniť si záväzky v podobe platenia úrokov a istiny a prípadnej reštrukturalizácie dlhu. Ekonomická literatúra doteraz venovala len málo pozornosti definíciám dlhových kríz v zmysle pôžičiek v zahraničnej mene a namiesto toho skôr predpokladala, že závažný jav v systéme štátnych aktív je štátny bankrot (default). Výsledkom toho je, že väčšina prác sa zamerala na determinanty rizika defaultu [12].

Definícia dlhovej krízy vychádza zo situácie, keď dochádza k štátnemu bankrotu, alebo na sekundárnom trhu s cennými papiermi je hodnota vládnych dlhopisov vyššia ako trhovú kritickú hranicu. Z hľadiska kvantifikácie a cieľa určiť čo je a čo nie je dlhová kríza je možné udalosti hodnotiť na základe piatich indikátorov dlhu: podiel dlhu na exporte krajiny, podiel dlhu na HDP, podiel dlhovej služby k exportu, podiel úrokov na exporte a podiel úrokov na HDP [1].

Podľa klasifikácie Medzinárodného menového fondu sa tento typ kríz kategorizuje do štyroch skupín: dlhové krízy ako štátny bankrot, dlhové krízy ako záväzky, dlhové krízy ako pôžičky od MMF a dlhové krízy ako mizéria.

Súčasťou klasifikácie finančných kríz sú aj medzinárodné finančné krízy. Ide o špecifický typ v podobe bankových kríz, ktoré sú často sprevádzané menovými krízami alebo krízami platobnej bilancie (dvojčatá) [9], dlhovými krízami a ktoré sa vyskytujú vo viacerých krajinách [3]. Zahrňajú tak rozvinuté, ako aj rozvíjajúce sa krajiny.

2 Relevantnosť fiškálnej disciplíny v menovej únii

Súčasná kríza na trhu dlhopisov v eurozóne poukázala na výrazné nedostatky v systéme fiškálnej kontroly v rámci pravidiel a procesov fungujúcich v menovej únii. Do popredia sa tak dostala problematika nielen prísnejšej kontroly rozpočtových deficitov, ale v rámci nových pravidiel aj prísnejšie hodnotenie úrovni dlhového zaťaženia v jednotlivých krajinách a snaha o ich korekciu. Jednou z hlavných zmien bola a z hľadiska efektívneho vymáhania pravidiel stále ostáva dohoda o fiškálnych limitoch – Pakt stability a rastu. Po prvej reforme z roku 2005 bola v roku 2011 realizovaná druhá úprava, ktorá zaviedla poloautomatické procesy pri sankčných mechanizmoch, hodnotenie makroekonomických nerovnováh a väčší dôraz na kritérium verejného dlhu.

Sformovanie fiškálnych pravidiel v roku 1997 v podobe Paktu stability a rastu predstavovalo pre odbornú verejnosť dlhodobý priestor pre pochybnosti v súvislosti s ich nastavením. Základný argument, ktorý stál v pozadí za stanovením limitov pre rozpočtový deficit, znie: krajina, ktorá sa nachádza v stave neudržateľného zvyšovania vládneho dlhu, vytvára negatívne externality pre zvyšok menovej únie. Ak členská krajina umožní, aby sa pomer vládneho dlhu k HDP zvyšoval, znamená to útok na kapitálové trhy únie, čo môže vyvolať zvýšenie úrokovej miery, ako aj zvýšenie vládneho dlhu ostatných krajín [4]. Preto je v záujme všetkých členských krajín menovej únie, aby existoval určitý kontrolný mechanizmus, ktorý by obmedzoval veľkosť rozpočtového deficitu v členských krajinách. Vývoj kritéria rozpočtového deficitu v krajinách eurozóny je uvedený v tab. č. 1.

Tab. č. 1

Plnenie kritéria rozpočtového deficitu od roku 1999

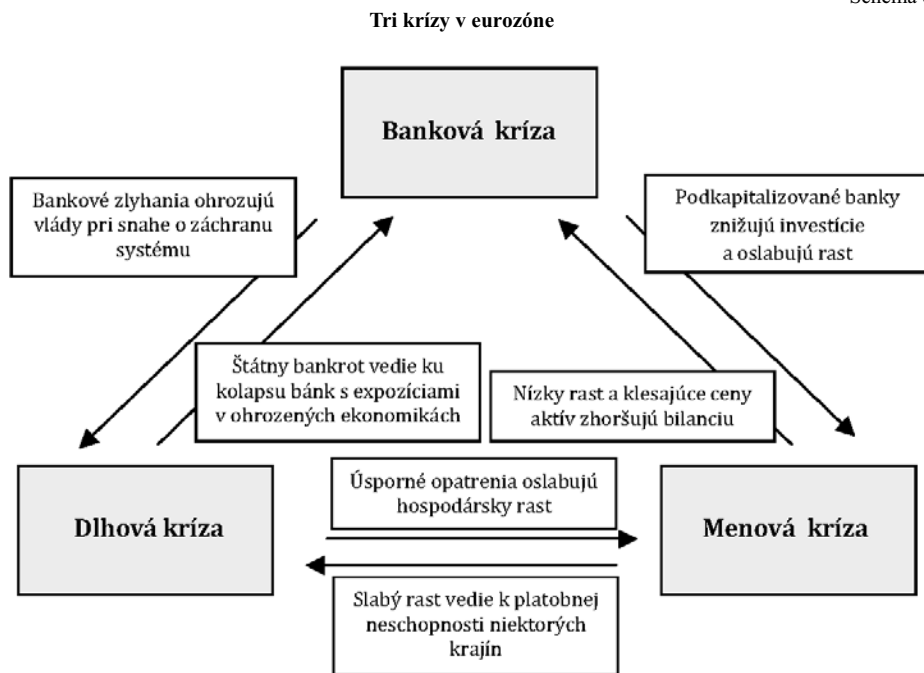
Krajina/Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgicko	-0,6	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,1	-1,0	-5,5	-3,8	-3,7
Nemecko	-1,6	1,1	-3,1	-3,8	-4,2	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8
Írsko	2,6	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,9	-13,4
Španielsko	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4
Francúzsko	-1,8	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2
Taliansko	-1,9	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9
Luxembursko	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,2	-0,8	-0,8	-0,3
Holandsko	0,4	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-4,5
Rakúsko	-2,3	-1,7	0,0	-0,7	-1,5	-4,4	-1,7	-1,5	-0,9	-0,9	-4,1	-4,5	-2,5
Portugalsko	-3,1	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4,0	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4
Fínsko	1,7	7,0	5,1	4,2	2,6	2,5	2,9	4,2	5,3	4,4	-2,5	-2,5	-0,6
Grécko	:	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4
Slovinsko	-3,0	-3,7	-4,0	-2,4	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	0,0	-1,9	-6,0	-5,7	-6,4
Malta	-7,2	-5,8	-6,4	-5,8	-9,2	-4,7	-2,9	-2,8	-2,3	-4,6	-3,9	-3,6	-2,7
Cyprus	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
Slovensko	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7	-4,9
Estónsko	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,5	2,4	-2,9	-2,0	0,2	1,1

Prameň: Eurostat.

Tvrdenie vychádzajúce z teórie optimálnej menovej oblasti, že fiškálna politika predstavuje flexibilný nástroj na riešenie negatívnych ekonomických šokov, možno považovať za čiastočne kontroverzné. Systematické používanie tohto nástroja totiž môže viesť k ťažkostiam pri „udržateľnosti“ deficitu a krajiny sú prinútené dosahovať rozpočtový prebytok počas veľmi dlhého obdobia [4].

Súčasná situácia v eurozóne je charakteristická prepojením jednotlivých kríz, ktoré sa navzájom ovplyvňujú (schéma č. 1). Zlyhania bánk pri bankovej kríze viedli k transformácii privátneho dlhu na verejný. To spolu so stimulačnými programami a protikrizovými opatreniami po roku 2008 ovplyvnilo fiškálnu pozíciu vybraných krajín. Navyše, nedodržovanie stanovených pravidiel už pred transmisíou finančnej krízy do Európy, viedlo v konečnom dôsledku k dlhovej kríze [15]. Platobná neschopnosť krajín ohrozuje pozície bánk a prehlbuje bankovú krízu. Úsporné opatrenia znižujú výkonnosť ekonomík, čo spôsobuje makroekonomickú nerovnováhu, stratu konkurencieschopnosti a menovú krízu. Nízky rast zhoršuje fiškálne ukazovatele a prehlbuje dlhovú krízu. Averzia k riziku a zadlženosť bánk znižuje ekonomický rast obmedzením úverov a investícií. To zhoršuje makroekonomickú rovnováhu, rast a konkurencieschopnosť. Naopak, nízky rast ekonomiky a klesajúca cenová hladina zhoršuje bilanciu bánk a vedie k ich bankrotom [14].

Schéma č. 1



Prameň: spracované podľa [14].

Kontinuálne deficitné hospodárenie má v princípe za následok zvyšovanie vládneho dlhu, ktorý musí byť splatený v budúcnosti, a stáva sa tak súčasťou problému udržateľnosti dlhového zaťaženia. Ak úroková miera na vládny dlh presiahne mieru rastu ekonomiky, dynamika dlhu sa dostáva do pohybu, čo znamená stále sa zvyšujúci pomer vládneho dlhu k HDP. Tento stav sa stáva neudržateľným a vyžaduje následné korekcie zo strany nositeľov hospodárskej politiky. Dynamika akumulácie dlhu sa môže zastaviť iba vtedy, ak primárny rozpočtový deficit (ako % z HDP) sa zmení na prebytkový. Ak úroková miera presiahne mieru rastu ekonomiky, je nevyhnutné, aby rozpočet vykazoval prebytok, alebo aby emisia peňazí bola dostatočne veľká na stabilizovanie pomeru dlhu k HDP. Úroveň verejného dlhu v krajinách eurozóny je uvedená v tab. č. 2.

Tab. č. 2

Plnenie kritéria verejného dlhu v krajinách eurozóny

Krajina/Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgicko	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,0	89,2	95,7	95,5	97,8
Nemecko	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68,0	65,2	66,8	74,5	82,5	80,5
Írsko	47,0	35,1	35,2	32,0	30,7	29,5	27,3	24,6	25,1	44,5	64,9	92,2	106,4
Španielsko	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3
Francúzsko	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2	82,3	86,0
Taliansko	113,0	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,2	120,7
Luxembursko	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3	19,2	18,3
Holandsko	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	63,1	65,5
Rakúsko	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72,0	72,4
Portugalsko	51,4	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,2	93,5	108,1
Fínsko	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,6	49,0
Grécko	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	112,9	129,7	148,3	170,6
Slovinsko	24,1	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22,0	35,0	38,6	46,9
Malta	57,1	54,9	60,5	59,1	67,6	71,7	69,7	64,0	61,9	62,0	67,6	68,3	70,9
Cyprus	59,3	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,3	71,1
Slovensko	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41,0	43,3
Estónsko	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,1

Prameň: Eurostat.

Uvádajú sa tri spôsoby zníženia miery zadlženia krajiny za predpokladu, že reálne úrokové miery dosahujú vyššiu úroveň, ako rast reálneho produktu [2].

A. Dlhodobá politika vlády zameraná na primárne prebytky

Primárne prebytky je možné dosiahnuť na príjmovej a výdavkovej strane, teda zvyšovaním daní, resp. redukciovú vládných výdavkov.² Pri tomto riešení ale autori upozorňujú na politické riziká a náklady podobných opatrení, predovšetkým v prípade nutnosti zvyšovať dane na úroveň, ktorá zabezpečí konsolidáciu, no môže byť sociálne a politicky neúnosná.

B. Monetizácia dlhu

Vláda prinúti centrálnu banku k skupovaniu vládných dlhopisov a do obehu sa tak dostanú nové peniaze. Nárast v ponuke peňazí spôsobí infláciu a pokles reálnej hodnoty nominálneho dlhu. Rizikom je primárne taxflácia, ktorá redukuje kúpyschopnosť domácností, v horšom prípade môže prísť k rozvratu finančného systému a ku kolapsu ekonomiky.³

² Spojené kráľovstvo dosahovalo začiatkom 19. storočia po vojnách s Napoleonom dlh, ktorý presahoval 200 % HDP. Británii trvalo zníženie tohto dlhu na úroveň 30 % takmer celé storočie [2].

³ Historicky známym prípadom tohto riešenia je Nemecko v období medzivojnovej Weimarskej republiky. Jedným z efektov monetizácie bolo zníženie nominálneho dlhu na úroveň nepresahujúcu 5 % HDP z pôvodnej úrovne v priebehu troch rokov. Negatívnym efektom bolo de facto zničenie strednej vrstvy obyvateľstva a následný kolaps demokratických inštitúcií [2].

C. Vyhlásenie bankrotu

Tento spôsob zníženia dlhu znamená odmietnutie plniť si záväzky voči domácim, či zahraničným veriteľom.⁴ Tento postup sa stáva atraktívnym predovšetkým v prípade mimoriadne zadlžených ekonomík. Rizikom je strata dôveryhodnosti dlžníka a odmietnutie investorov akceptovať vládne dlhopisy v prípade cyklických výkyvov a nutnosti tvoriť rozpočtové deficity. Navyše, v prípade, že veriteľmi štátu sú domáci rezidenti (Japonsko), môže v tomto prípade dôjsť aj k tvrdému dosahu na kúpyschopnosť domácností v ekonomike.

Kľúčovým sa v súčasnosti stáva vzťah úrovne verejného dlhu a rastu ekonomiky. Významný poznatok o vplyve zadlženia štátov na ekonomický rast priniesla štúdia [13]. V ekonomikách vyspelých krajín s nárastom dlhu nad 90 % sa medziročná miera rastu znižuje o 1 %, v krajinách spadajúcich do skupiny emerging markets zadlženie na úrovni 60 % prináša medziročný pokles rastu HDP o 2 %.

3 Dlhodobá udržateľnosť dlhového zaťaženia – empirická analýza

Vzťahy medzi dlhom, deficitom, reálnym rastom HDP a úročením vládnych dlhopisov sme analyzovali na dátach vybraných krajín eurozóny, ktoré Európska centrálna banka zaradila do programu nákupu vládnych dlhopisov (Securities Market Programme), aktivovaného v máji 2010. Ide o tri krajiny, ktoré zasiahla dlhová kríza – Grécko, Írsko a Portugalsko, a dve krajiny, ktoré z hľadiska podielu na HDP eurozóny predstavovali potenciálne ohrozenie a boli do programu zahrnuté dodatočne – Taliansko a Španielsko. Zámerom bolo identifikovať potrebnú hranicu (minimálnu úroveň) primárneho rozpočtového salda vlády (threshold) na to, aby sa dlh stabilizoval na úrovni predchádzajúceho roka a nedochádzalo medziročne k jeho nárastu. Na analýzu boli použité časové rady ukazovateľov v rokoch 1986 – 2011, dostupné z databáz Eurostatu (hrubý vládny dlh v % HDP, rast reálneho HDP), AMECO (primárna bilancia rozpočtu v % HDP, dlhodobá reálna úroková miera v %), World Development Indicators (hrubý vládny dlh, rast reálneho HDP), Statistical Annex of European Economy (dlhodobá reálna úroková miera očistená deflátorom HDP).

Pri formulovaní vzťahov sa vychádzalo z prístupu, ktorý predstavili O. Blanchard, A. Amighini a F. Giavazzi [2]. Ide o vzájomný vzťah medzi hrubým vládny dlhom, reálnou dlhodobou úrokovou mierou, rastom reálneho HDP a primárnou bilanciou rozpočtu vlády na úrovni verejnej správy, pre ktoré platí:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (1)$$

⁴ Počas finančnej krízy v Latinskej Amerike v roku 1982 mexický minister financií oznámil šéfovi americkej centrálnej banky FED, ministrom financií USA a riaditeľovi MMF, že Mexiko nebude schopné splatiť záväzky z obsluhy dlhu vo výške 80 miliárd dolárov, čo viedlo investorov k mimoriadnej zdržanlivosti voči kúpe štátnych dlhopisov.

kde

$\frac{B_t}{Y_t}$ – podiel dlhu na HDP v roku t ,

$\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$ – existujúci dlh minulých období ako podiel na HDP v roku $t-1$,

$(r - g)$ – diferenciál reálnej úrokovej miery a rastu reálneho HDP,

$\frac{G_t - T_t}{Y_t}$ – primárne rozpočtové saldo ako podiel na HDP v roku t .

Ako vyplýva z rovnice (1), medziročná zmena dlhu ako podielu na HDP je výsledkom dvoch faktorov. Prvým je rozdiel medzi reálnou úrokovou mierou r a rastom reálneho HDP g . V prípade, že rast ekonomiky je vyšší (nižší) ako reálna úroková miera, prispieva tento faktor k znižovaniu (zvyšovaniu) dlhu v pomere k outputu (za predpokladu,

že $\frac{G_t - T_t}{Y_t}$ je konštantné).

Druhým faktorom je pomer primárneho deficitu k HDP. Za predpokladu, že výsledkom hospodárenia je primárny deficit, spôsobí to zvýšenie dlhu. Prebytkové rozpočty majú, naopak, pozitívny vplyv na znižovanie dlhu v pomere k outputu.

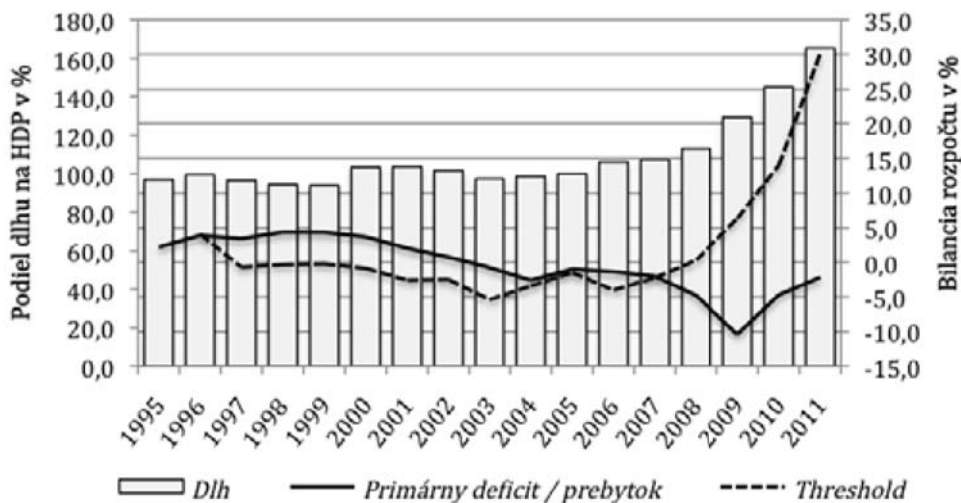
4 Výsledky analýzy pre vybrané krajiny

Grécko

V období rokov 1995 – 2008 krajina zaznamenala významný pokles úročenia dlhopisov, čo bolo spôsobené vstupom do eurozóny, vyššou vnímanou kredibilitou na finančných trhoch a prílevom kapitálu. Grécky dlh do roku 2007 osciloval okolo úrovne 100 % HDP (graf č. 1). V dôsledku toho, že vláda od roku 2003 nevytvárala rozpočtové prebytky potrebné na stabilizáciu, zadlženie Grécka kontinuálne rástlo. Dlh v roku 2009, kedy krajina ešte refinancovala svoje záväzky na finančných trhoch, dosiahol 129,4 % HDP. Na to, aby nedošlo k jeho medziročnému nárastu, by však v nasledujúcom roku 2010 pri daných ekonomických podmienkach musela grécka vláda vytvoriť primárny prebytok rozpočtu na úrovni 13,98 % HDP, čo sa nerealizovalo. Verejný dlh v roku 2010 vzrástol na 145 % HDP a v roku 2011 by Grécko muselo pre stabilizáciu na tejto úrovni hospodáriť s primárnym prebytkom vo výške tretiny HDP (30,16 % HDP). Takýto stav verejných financií Grécka je neudržateľný.

Graf č. 1

Vývoj verejného dlhu, primárnej bilancie rozpočtu a minimálna úroveň (threshold) primárneho rozpočtového salda Grécka v rokoch 1995 – 2011 (v % HDP)



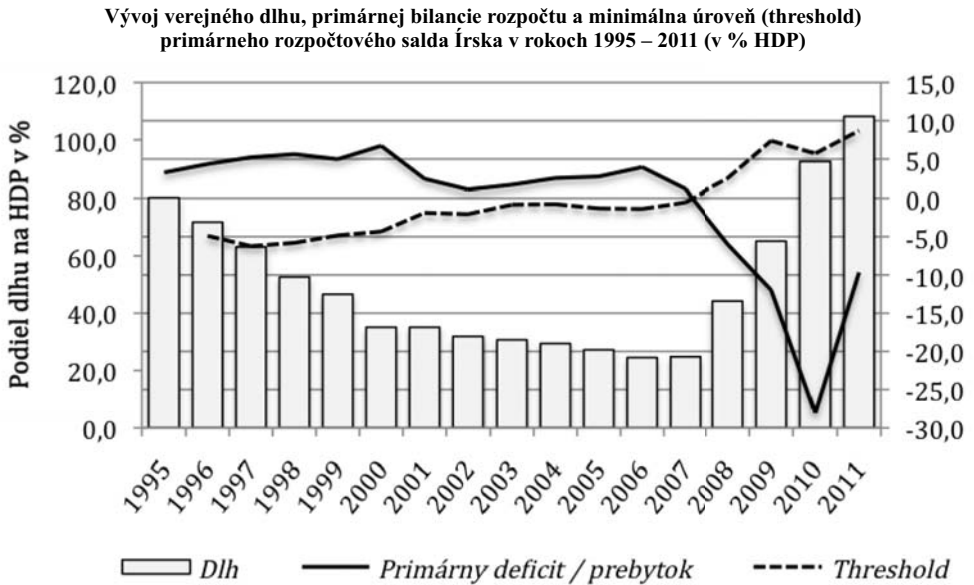
Prameň: Eurostat, *Government deficit/surplus, debt and associated data (2012)*, AMECO, *Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest: general government (2012)*.

Po dohode s veriteľmi o odpísaní 53,5 % nominálnej hodnoty dlhopisov by mala krajina znížiť výšku zadlženia o 107 miliárd eur. Ak by k dohode nedošlo, vzhľadom na ekonomické podmienky v Grécku je vysoko pravdepodobné, že by bolo nútené vyhlásiť platobnú neschopnosť. Pri úrovni dlhu 165,3 % HDP (2011), klesajúcej a nekonkurencieschopnej ekonomike a výnosoch z dlhopisov na úrovni 5 % by vláda musela pri optimistickom 3,9 % raste (priemer rokov 2000 – 2007) ekonomiky na stabilizáciu podielu dlhu na HDP vytvárať ročné rozpočtové prebytky vo výške 1,89 % HDP. V prípade realizácie odpisu gréckeho dlhu na úrovni 53,3 % sa očakáva, že v roku 2020 dosiahne jeho podiel 120 % HDP. Za tohto predpokladu by prebytky primárneho hospodárenia vlády museli pri modelovanej úrovni ekonomických podmienok dosahovať objem minimálne 1,4 % HDP.

Írsko

Obdobie od roku 1995 bolo pre Írsko charakteristické významným poklesom úročenia dlhopisov, čo spolu s vysokým hospodárskym rastom vytvorilo vláde priestor pre zodpovednú rozpočtovú politiku a najvýraznejšiu konsolidáciu verejného dlhu v eurozóne (graf č. 2). Po problémoch v bankovom sektore Írska sa deficit od roku 2008 skokovo zvyšoval, prepád ekonomiky a rast úročenia dlhopisov znamenali tlak na verejné financie, čo viedlo k rapídneho nárastu dlhu, ktorý v roku 2011 presiahol 100 % HDP. Írsko koncom roka 2010 požiadalo o finančnú pomoc z Európskeho finančného stabilizačného nástroja (EFSF).

Graf č. 2



Prameň: Eurostat, *Government deficit/surplus, debt and associated data (2012)*, AMECO, *Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest: general government (2012)*.

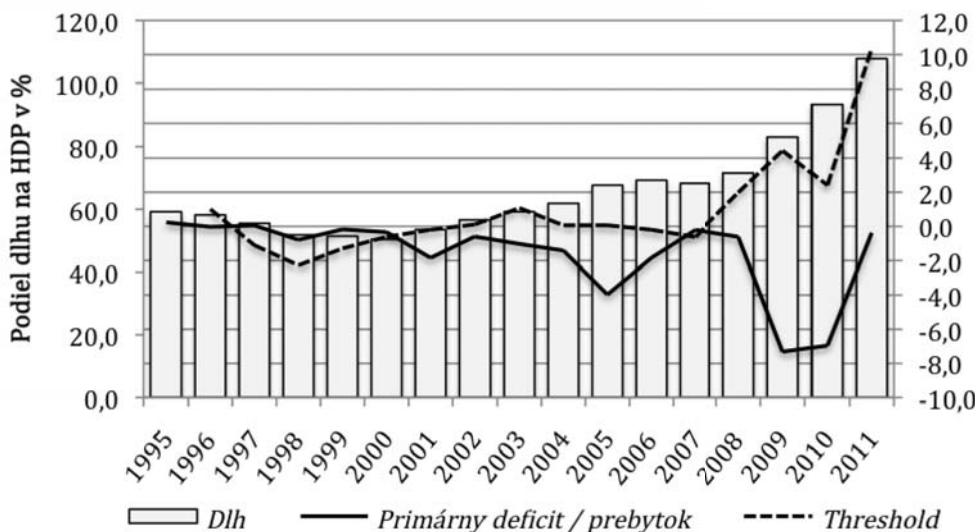
Podľa výsledkov analýzy je dlh krajiny udržateľný v prípade, ak ekonomický rast bude dosahovať priemernú úroveň rokov 2000 – 2007, a to 5,4 %. Za tohto predpokladu by aj pri vyššom úročení existujúceho dlhu (5 %) bola írská vláda za predpokladu dodržania deficitu 0,5 % HDP ročne schopná stabilizovať vysoký dlh z roku 2011, resp. pristúpiť k jeho postupnému znižovaniu. Riziko v budúcom období môže predstavovať dlh súkromného sektora na úrovni 341 % HDP (2010).

Portugalsko

Portugalsku od 70. rokov dlh kontinuálne narastal. Deväťdesiate roky predstavovali mierne prebytkové hospodárenie vlády, čo s relatívne vysokým ekonomickým rastom spôsobilo pokles zadlženia. Od roku 2001 je rastúci trend zadlženia výsledkom hospodárenia vlády v podobe primárnych deficitov. K vyššej miere dlhu prispel pokles konkurencieschopnosti Portugalska, čo sa prejavilo na vývoji bežného účtu a v konečnom dôsledku v nízkom ekonomickom raste.

Graf č. 3

Vývoj verejného dlhu, primárnej bilancie rozpočtu a minimálna úroveň (threshold) primárneho rozpočtového salda Portugalska v rokoch 1995 – 2011 (v % HDP)



Prameň: Eurostat, *Government deficit/surplus, debt and associated data (2012)*, AMECO, *Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest: general government (2012)*.

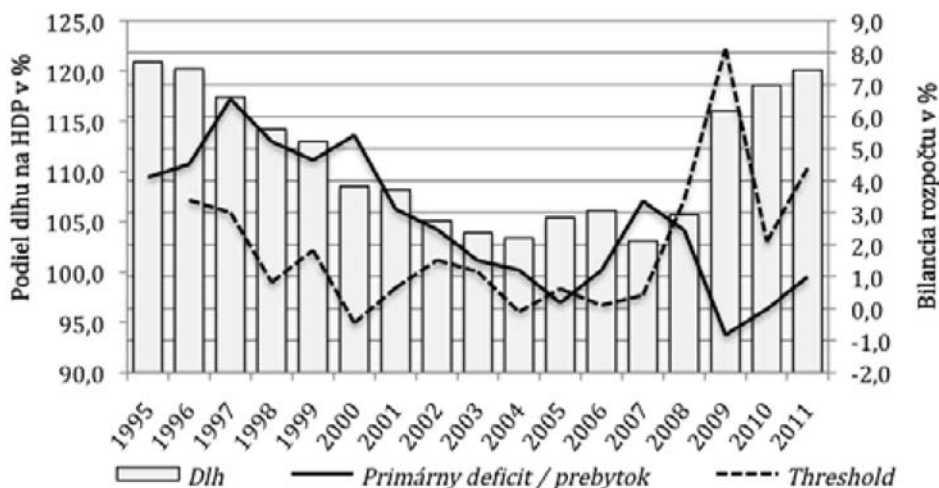
Budúci očakávaný vývoj verejného dlhu Portugalska je výrazne negatívny. Krajina v roku 2011 požiadala o finančnú pomoc z EFSF v dôsledku rastúceho úročenia dlhopisov a neschopnosti refinancovať existujúci dlh. V roku 2011 hodnota threshold dosiahla 10,36 % HDP. Pri modelovom príklade úročenia dlhopisov na úrovni 4,3 % (2010) a optimistickom raste ekonomiky 3 % (naposledy v roku 2000) by vláda musela len na stabilizáciu existujúceho dlhu z roku 2011 vytvárať primárne prebytky vo výške 1,4 % HDP ročne. Okrem toho, dlh súkromného sektora v objeme 249 % HDP (2011) predstavuje významne negatívny ukazovateľ z hľadiska budúceho rastu ekonomiky v nadväznosti na udržateľnosť dlhového zaťaženia.

Taliansko

Situácia v Taliansku sa do 90. rokov vyvíjala podobne ako v Grécku. Dôvodom zvyšujúceho sa tempa rastu dlhu bolo zvyšujúce sa úročenie a pokles výkonnosti ekonomiky koncom 80. a začiatkom 90. rokov. Situácia v Taliansku bola na rozdiel od predchádzajúcich krajín odlišná. V Írsku pokles úročenia alebo vysoký rast vytvorili priestor pre potenciálne relatívne vysoký primárny deficit. V Taliansku tento postup nebol možný. Dlh sa dlhodobo pohyboval na úrovni 100 % HDP a prahová úroveň okrem dvoch pozitívnych rokov nevytvorila priestor pre potenciálne deficity (graf č. 4).

Graf č. 4

Vývoj verejného dlhu, primárnej bilancie rozpočtu a minimálna úroveň (threshold) primárneho rozpočtového salda Talianska v rokoch 1995 – 2011 (v % HDP)



Prameň: Eurostat, *Government deficit/surplus, debt and associated data (2012)*, AMECO, *Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest: general government (2012)*.

Pri reálnom úročení 3,6 % (2010) a ekonomickom raste 1,58 % (2000 – 2007) ročne by udržateľnosť zadĺženia pre Taliansko predstavovala nutnosť vytvárať prebytky na úrovni 2,43 % HDP. Dlhodobou prebytkovou bilanciou rozpočtu, ktorú Taliansko realizovalo neustále od 1995 do 2008, by túto úroveň mohla v budúcnosti krátkodobou dosiahnuť. Avšak bez vyššieho medziročného rastu reálneho HDP ostáva cieľ stabilizácie dlhu a jeho zníženia problematický.

Španielsko

Fiškálna pozícia Španielska bola ešte začiatkom 70. rokov na relatívne dobrej a udržateľnej úrovni. Dlh však do roku 1995 narástol na 54,3 % HDP, na čo vláda dostatočne nereagovala. Od polovice 80. rokov krajine rástli úroky z vládnych dlhopisov, ktoré začiatkom 90. rokov výrazne presahovali reálny rast ekonomiky. Vstup do eurozóny znamenal pre španielsku ekonomiku významný pokles úrokových mier a v nasledujúcom období aj vytvorenie bubliny na realitnom trhu.

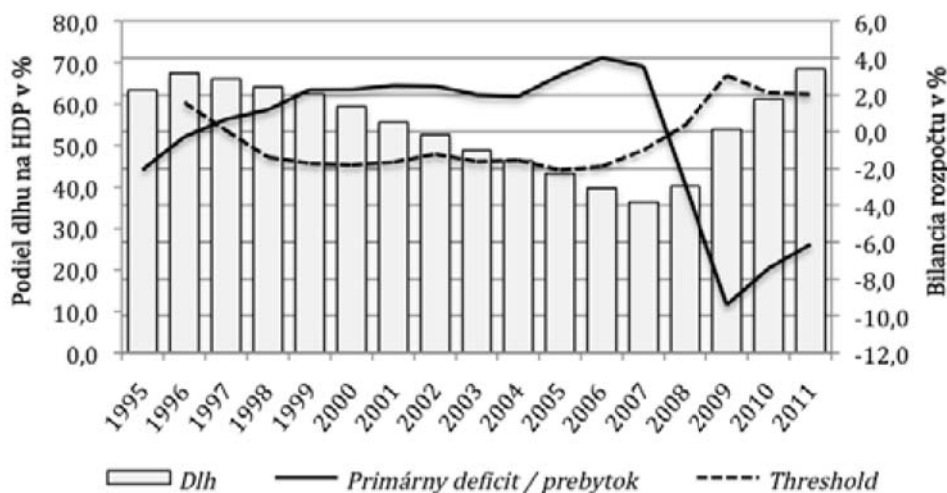
Španielsko patrilo spolu s Írskom k zodpovedným krajinám eurozóny v rámci znižovania dlhu. V priebehu 10 rokov (1997 – 2007) vláda hospodárila priemerne s primárnym prebytkom 2,4 % HDP. V dôsledku toho a ekonomického rastu od roku 1996 do roku 2007 zadĺženie krajiny kleslo zo 67,4 % na 36,3 % HDP. Situáciu ilustruje graf č. 5, keď bola minimálna úroveň primárneho rozpočtového salda v rokoch 1998 – 2007 kontinuálne pod úrovňou reálnych výsledkov španielskej vlády v tejto oblasti.

Ak Španielsko dosiahne priemerné medziročné tempo rastu ekonomiky 3 % (2000 – 2008), výnosy z dlhopisov na úrovni 3,8 % (2010) by vytvorili priestor pre stabilizáciu dlhu pri primárnom hospodárení vlády na úrovni 0,55 % HDP ročne. To by

znamenal návrat k rozpočtovej politike realizovanej pred dlhovou krízou. Verejný dlh Španielska patrí medzi najnižšie spomedzi sledovaných krajín, jeho problémom do budúcnosti však stále ostáva bankový sektor, rast ekonomiky, vysoká 21,7 % miera nezamestnanosti (2011). Riziko predstavuje aj zadlženie súkromného sektora, ktoré v roku 2011 dosiahlo 216 % HDP.

Graf č. 5

Vývoj verejného dlhu, primárnej bilancie rozpočtu a minimálna úroveň (threshold) primárneho rozpočtového salda Španielska v rokoch 1995 – 2011 (v % HDP)



Prameň: Eurostat, *Government deficit/surplus, debt and associated data* (2012), AMECO, *Net lending (+) or net borrowing (-) excluding interest: general government* (2012).

Zhrnutie: V rámci budúceho vývoja v oblasti udržateľnosti, resp. znižovania verejného dlhu v hodnotených ekonomikách možno očakávať optimistický vývoj v prípade Írska. Španielsko vzhľadom na vysokú mieru nezamestnanosti, problémy v bankovom sektore a zadlženie súkromného sektora pravdepodobne nebude schopné dosahovať rast ekonomiky na úrovni, ktorá by mu zabezpečila stabilizáciu a potenciálne znižovanie verejného dlhu. V prípade, že talianska vláda si zachová schopnosť vytvárať dostatočné vysoké primárne prebytky, krátkodobo tu existuje priestor pre stabilizáciu zadlženia. Riziko však predstavuje rast ekonomiky, ktorý by musel dosahovať priemerné ročné tempo na úrovni pred finančnou krízou. V prípade Portugalska a Grécka sú očakávania ďalšieho vývoja negatívne. Krajiny sú charakteristické vysokou úrovňou verejného dlhu, súkromného dlhu v prípade Portugalska a dlhodobo generujú nízku schopnosť ekonomik dosahovať vyšší rast. Tento vývoj predstavuje významne limitujúci faktor v snahe o stabilizáciu zadlženia týchto krajín. Okrem toho úroveň potrebného primárneho salda rozpočtu je príliš odvážnym plánom pre krajiny, ktoré majú dlhodobo problémy s udržateľným financovaním verejného sektora.

Záver

Európska integrácia sa v súčasnosti nachádza na zlomovej línii, keď je eurozóna charakterizovaná prvkami „veľmi krehkého projektu“. Je zrejmé, že existujúce názorové rozdiely u predstaviteľov európskych inštitúcií a divergenčné procesy medzi členskými štátmi v čoraz väčšej miere ohrozujú stabilitu v EÚ a v eurozóne. Čoraz viac sa prejavuje na úrovni eurozóny nerovnováha medzi centralizáciou monetárnej politiky a ponechaním základných nástrojov hospodárskej politiky na národnej úrovni. Práve dôsledky krízového vývoja poukázali na fakt, že absencia politickej integrácie sťažuje riešenie vzniknutých problémov.

Výsledky empirickej analýzy podporujú predpoklad o menovej únii ako o projekte, ktorý bol v úvode profilovaný politicky a za relatívne krátke časové obdobie zvýraznil signifikantné fiškálne nerovnováhy v rámci jednotlivých členských krajín. V štyroch z piatich analyzovaných krajín nepredpokladáme schopnosť generovať dostatočne vysoké rozpočtové prebytky a reálny ekonomický rast potrebný na to, aby krajiny stabilizovali úroveň verejného zadĺženia, resp. pristúpili k jeho znižovaniu. Z tohto dôvodu sme dospeli k záveru, že súčasný model fungovania eurozóny je za daných podmienok ďalej dlhodobo neudržateľný.

Literatúra

- [1] AJAYI, S. I. 1997. *An Analysis of External Debt and Capital Flight in the Severely Indebted Low Income Countries in Sub-Saharan Africa*. Washington, D. C. : International Monetary Fund, 1997. 62 p. Dostupné online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882343.
- [2] BLANCHARD, O. – AMIGHINI, A. – GIAVAZZI, F. 2010. *Macroeconomics: A European Perspective*. Harlow : Pearson Education Limited, 2010. 586 s. ISBN 978-0-273-72800-9.
- [3] BORDO, M. D. – LANDON-LANE, J. S. 2010. *The Global Financial Crisis of 2007-2008: Is It Unprecedented?*. Cambridge : National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, 2010, no. 16589, 57 p. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w16589>.
- [4] DE GRAUWE, P. 2007: *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press. ISBN 978-0-19-929780-1.
- [5] DETRAGIACHE, E. – SPILIMBERGO, A. 2001. *Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation*. Washington, D. C. : International Monetary Fund, 2001. 29 p. Dostupné online: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0102.pdf>.
- [6] EICHENGREEN, B. – PORTES, R. 1987. *The Anatomy of Financial Crises*. Cambridge : National Bureau for Economic Research. NBER Working Paper Series, 1987, no. 2126, 83 p. Dostupné online: http://www.nber.org/papers/w2126.pdf?new_window=1.
- [7] FRANK, R. H. – BERNANKE, B. S. 2002. *Ekonomie*. Praha : Grada Publishing, 2002. 803 s. ISBN 80-247-0471-4.
- [8] GROS, D. – MAYER, T. 2010: *Towards a Euro(pean) Monetary Fund*. CEPS Paper no.202/2010, dostupné na: www.ceps.eu/node/3016.
- [9] KAMINSKY, G. L. – REINHART, C. M. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In *The American Economic Review*, 1999, Vol. 89, no. 3, p. 473 – 500. Dostupné online: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.89.3.473>.

- [10] MUCHOVÁ, E. – KÁLOVEC, M. 2011. *Finančné a hospodárske krízy vo svetle ekonomickej teórie*. Ekonomické rozhlady, roč. 40, č.4/2011, ISSN 0323-262X.
- [11] MUCHOVÁ, E. – LISÝ, J. 2009. *Fiskálna politika v Hospodárskej a menovej únii*. Bratislava, IURA EDITION, ISBN 978-8078-246-7.
- [12] PESCATORI, A. – SY, A. N. R. 2004. *Debt Crises and the Development of International Capital Markets*. Washington, D. C : International Monetary Fund, 2004. 32 p. Dostupné online: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0444.pdf>.
- [13] REINHART, C. M. – ROGOFF, K. S. 2010. *Growth in a Time of Debt*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, 2010, no. 15639, 25 p. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w15639>.
- [14] SHAMBAUGH, J. C. 2012. *The Euro's Three Crises*. Georgetown : Georgetown University, 2012. 54 p. Dostupné online: http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2012_spring_bpea_papers/2012_spring_BPEA_shambaugh.pdf.
- [15] ŠIKULOVÁ, I. 2011. Dlhová kríza v eurozóne. In *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Spomalenie rastu a vysoká nezamestnanosť*. Bratislava : EKONÓM, 2011, s. 31 – 41. ISBN 978-80-225-3354-6, s. 31.