

Lukáš Holas

DLHOVÁ KRÍZA V EURÓPSKEJ MENOVEJ ÚNII

Abstract: *The subject of the paper is the sovereign debt crisis in the European Monetary Union. In order to understand further causalities, the aim of the first part is to outline the circumstances which led to the outbreak of the sovereign debt crisis of the EMU. Based on available information, the paper subsequently informs about a gradual expansion of the crisis into other critical eurozone countries. The paper is partially aimed at analysis of adopted counter-crisis measures, out of which the EFSF or the Euro rescue fund plays the most significant role. Taking into account all partial goals, the paper concludes with the outline of the possible scenario of the eurozone debt crisis.*

Keywords: *EMU, debt crisis, public debt, low competitiveness, EFSF, restructuring*

JEL: F 15, F 36

Úvod

Rok 2010 sa v eurozóne niesol vo svetle doznievajúcej svetovej hospodárskej krízy, ale predovšetkým následných dlhových kríz v Grécku a v Írsku, a rizika ich rozšírenia do ďalších štátov Európskej menovej únie (EMÚ). Hoci sa môže zdať, že súčasná situácia je priamym dôsledkom svetovej hospodárskej krízy, v skutočnosti jej predchádzalo viac závažných skutočností, ktorých pôvod môžeme hľadať tak vo vonkajšom ekonomickom prostredí, ako aj v chybách vyplývajúcich z konceptu eurozóny. Ministri členských krajín eurozóny aj EÚ prijali okrem tzv. eurovalu i niekoľko rozhodnutí, ktorými sa snažia zvrátiť súčasný trend fiškálneho a monetárneho vývoja v EMÚ, na ktorý citlivo reagujú najmä zahraniční investori. Napriek snahám predstaviteľov štátov EÚ stabilizovať euro sa však otvorila debata o budúcnosti spoločnej meny.

Príčiny vypuknutia dlhovej krízy v Európskej menovej únii

I napriek mnohým výhodám, ktoré existencia EMÚ prináša jej členom, ako aj obyvateľom, je potrebné dodať, že s postupným rozširovaním eurozóny sa do nej dostávali krajiny, ktoré hoci spĺňali maastrichtské kritériá, boli ekonomicky na nižšej úrovni ako pôvodní členovia, čím sa v niektorých oblastiach vytvorili markantné regionálne rozdiely – stačí porovnať hospodársku úroveň Nemecka a Slovenska. Ne-

zanedbateľné rozdiely a rôzne problémy a priority v ekonomikách členských štátov eurozóny by si logicky vyžadovali odlišné opatrenia monetárnej politiky. Taktiež je pochopiteľné, že rovnaké opatrenie monetárnej politiky môže mať priaznivé účinky v jednej krajine eurozóny, ale negatívny dosah na hospodárstvo iného štátu EMÚ. Dvojaké pravidlá menovej politiky v integrácii, kde štáty používajú rovnakú menu, však nie sú možné. V prípade dlhovou krízou zasiahnutých krajín došlo so vstupom do eurozóny aj k zníženiu konkurencieschopnosti ich ekonomík, a to najmä v dôsledku nemožnosti viesť zodpovedajúcu menovú politiku. Mnohí analytici uvádzajú, že práve táto príčina primárne stojí za súčasnými ekonomickými problémami v periférnych štátoch eurozóny. [17], [21] Druhou zásadnou chybou sa stalo nedodržiavanie dlhodobého aspektu maastrichtských kritérií viacerými krajinami eurozóny a falšovanie makroekonomických štatistických údajov. Kritickými sa stali najmä údaje týkajúce sa výšky verejného dlhu a deficitu verejných financií. Hoci najzjavnejším príkladom je nepochybne Grécko, podobná korekcia údajov sa diala aj v Nemecku či vo Francúzsku. Po viacnásobnom porušení maastrichtských kritérií v rokoch 2002 a 2003 sa však týmto krajinám podarilo určité pravidlá zmierniť.¹

Nezanedbateľnú úlohu na ceste k vypuknutiu dlhovej krízy mala aj expanzívna monetárna politika ECB na začiatku 21. storočia. Hlavným nástrojom sa stala úroková miera, ktorá mala od polovice roka 2003 až do konca roka 2005 hodnotu 2 %. [1] Nízka úroková miera automaticky viedla k zvýšenému dopytu po finančných prostriedkoch a k rýchlemu zadlžovaniu niektorých členských štátov EMÚ – najmä Grécka, Írska, Portugalska, Španielska a Talianska (označovanými aj ako krajiny PIIGS). V Grécku plynuli prostriedky z úverov okrem ekonomiky aj do vládnych výdavkov, do štátnej správy a bohatého sociálneho systému. Naopak, v Írsku plynuli peniaze do bánk a finančných inštitúcií, ktoré pomocou nich financovali boom (a taktiež cenovú bublinu) na trhu nehnuteľností. Madrid využíval finančné prostriedky okrem iného na obnovu krajiny ešte z obdobia diktatúry generála Franca. Španielsky dlh sa však začal prudko zvyšovať najmä po prasknutí bubliny na trhu s nehnuteľnosťami v roku 2008. Najčastejšou formou zadlžovania sa stalo vydávanie štátnych dlhopisov, ktoré vďaka vysokému ratingu zo strany všetkých troch renomovaných ratingových agentúr (Fitch, Standard & Poor's a Moody's) nakupovali banky západoeurópskych štátov, najmä nemecké, francúzske a britské. V súvislosti s expandujúcou svetovou ekonomikou v danom čase a priaznivými ekonomickými výhľadmi do budúcnosti sa dané krajiny nesústredovali na zdroje, z ktorých svoje rastúce úvery splatia. Je teda logické, že výška ich verejných dlhov v pomere k ich HDP prevyšovala 60 % maastrichtské kritérium.² Svetová hospodárska kríza a následné úsporné a ochranné

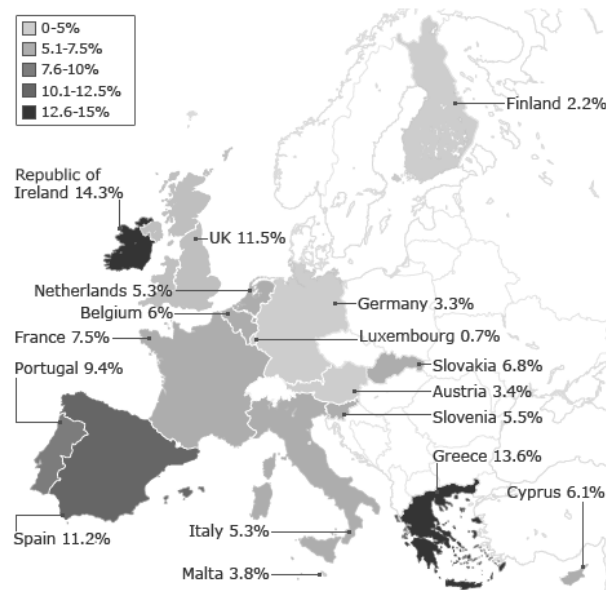
¹ Dlhodobé dodržiavanie maastrichtských kritérií mal kontrolovať Pakt stability a rastu, ktorý mohol plnenie kritérií vynútiť aj sankciami. Z dôvodu neplnenia kritéria deficitu verejných financií hrozila Európska komisia sankciami Francúzsku a Nemecku v rokoch 2002 a 2003. Dané sankcie však kvôli vplyvu daných krajín v Európskej rade neboli schválené. Nemecko a Francúzsko navyše presadili výnimky, keď sa maastrichtské kritériá dočasne nemuseli dodržiavať. [6]

² Verejný dlh Talianska mal v roku 2009 hodnotu 115,8 % HDP, Grécka 113,4 % HDP, Portugalska 76,8 % HDP a Írska 64,8 % HDP. Hoci zadlženie Španielska je len na úrovni 53,2 % HDP, situáciu v krajine ohrozuje najmä vysoké 16,3 % tempo rastu španielskeho dlhu. [20]

finančné balíčky prijímané štátmi EÚ navyše prehľadili uvedený negatívny trend. V dôsledku zvýšených verejných financií totiž rástli fiškálne deficity krajín EÚ nad maastrichtským kritériom stanovenú 3 % hranicu³ (pozri graf č. 1).

Graf č. 1

Fiškálne deficity krajín eurozóny v roku 2009 (podiel k HDP v %)



Prameň: [13].

Prvé náznaky dlhovej krízy sa objavili v októbri roku 2009, keď novozvolená grécka vláda značne zvýšila predpovedaný deficit verejných financií na ďalší rok. Prvá polovica roku 2010 sa následne niesla v znamení nedostatku likvidity Grécka a spôsobov dočasného riešenia tohoto problému.⁴ Od septembra toho istého roku sa do popredia dostala situácia v Írsku, ktoré čelilo rovnakým komplikáciám, avšak v dôsledku odlišných príčin. Na rozdiel od Grécka stálo za nedostatkom írskej likvidity nezodpovedné financovanie stavebného boomu v krajine finančnými inštitúciami a štátom pred vypuknutím globálnej hospodárskej krízy.

Riešenia dlhovej krízy

Okrem priameho dosahu na krajiny zasiahnuté dlhovou krízou možno pozorovať (a očakávať) aj dôsledky na samu eurozónu. Hoci sa môže zdať, že cieľom bilate-

³ Deficit verejných financií dosiahol v roku 2009 v Grécku 15,4 %, v Írsku 14,4 %, Španielsku 11,1 %, Portugalsku 9,3 % a Taliansku 5,3 %. [11]

⁴ Najvýznamnejším krokom smerujúcim k preklenutiu obdobia gréckej neschopnosti splácať svoje záväzky patria bilaterálne pôžičky medzi jednotlivými štátmi eurozóny (okrem Slovenskej republiky) a MMF na jednej strane, a Gréckom na druhej strane, ktoré boli prijaté 2. mája 2010 v celkovej výške 110 mld. eur a vznik Európskeho fondu finančnej stability dňa 7. júna 2010.

rálních pôžičiek Grécku z 2. mája 2010 bolo zabránenie bankrotu gréckej ekonomiky, dôvody takéhoto riešenia boli oveľa ďalekosiahlejšie. Kľúčovým cieľom sa stalo udržanie dôvery zahraničných investorov v ekonomickú stabilitu v EMÚ a pretrvanie spoločnej meny euro. Klesajúca dôvera v euro sa prejavovala najmä klesajúcim dopytom po tejto mene na medzinárodných devízových trhoch (najmä vo vzťahu k britskej libře, švédskej korune a švajčiarskemu franku [19]), a teda znižovaním jeho hodnoty od novembra roku 2009 (krátko po revízii gréckeho deficitu) do začiatku júna roku 2010 (pozri graf č. 2). Zhoršenie ponímania eura v očiach zahraničných investorov by viedlo jednak k zníženiu economickej aktivity na území EÚ, ako aj k zhoršeniu perspektívy eura stať sa v budúcnosti svetovou rezervnou menou. Je tiež logické, že všetky tieto skutočnosti by viedli aj k nižšiemu hospodárskemu rastu v porovnaní s USA a Áziou.

Graf č. 2

Vývoj kurzu EUR voči USD od januára 2009 do decembra 2010



Prameň: [5].

Zásadným, a dosiaľ najdôležitejším opatrením na boj proti rozširujúcej sa dlhovej kríze v EMÚ, bolo vytvorenie *Európskeho fondu finančnej stability*, resp. systému eurovalu dňa 7. júna 2010. Daný fond je z právneho hľadiska vedený ako akciová spoločnosť so sídlom v Luxemburgu a je súčasťou širšieho finančného systému. Jeho úlohou je zachovávať ekonomickú a finančnú stabilitu v Európskej hospodárskej a menovej únii prostredníctvom poskytovania dočasných finančných prostriedkov krajinám eurozóny, ktoré budú vo finančnej tiesni. Poskytované úvery sa budú financovať predovšetkým vydávaním alebo vstupovaním do dlhopisov, komerčných a dlhových cenných papierov, ktoré budú vždy kryté zárukami členských štátov eurozóny, a to až do 120 % poskytovaného objemu peňazí. EFSF samotný môže poskytovať úvery do výšky 440 mld. eur. V kombinácii s prostriedkami z ďalších finančných nástrojov (max. 60 mld. eur z Európskeho finančného a stabilizačného mechanizmu vedeného Európskou komisiou a max. 250 mld. eur z prostriedkov MMF) môže kumulovaný objem prístupných finančných prostriedkov dosiahnuť hodnotu 750 mld. eur. [14] Uvedený systém nemá za úlohu zlepšiť fiškálnu stabilitu krízou zasiahnutých krajín, ale poskytnúť týmto štátom určité časové obdobie, počas ktorého by opätovne získali kontrolu nad deficitmi svojich verejných financií

a verejným dlhom. Pri pohľade na vývoj výmenného kurzu EUR/USD od júna do novembra roku 2010 zistíme, že EFSF skutočne prispel k (aspoň dočasnému) zlepšeniu ponímania eura v zahraničí (pozri graf č. 2). Tento fakt podčiarkuje aj skutočnosť, že v septembri roku 2010 získal Európsky fond finančnej stability najlepšie ratingové hodnotenie od všetkých troch kľúčových agentúr ("AAA" od Standard & Poor's aj Fitch, a "Aaa" od Moody's). [14]

Uvedomujúc si hrozby vyplývajúce z ďalšieho šírenia krízy, predstavitelia eurozóny uvažujú nad dlhodobšími reformami, ktoré by nahradili dočasne zriadený EFSF a euroval (EFSF má svoju pôsobnosť ukončiť v roku 2013). S konkrétnymi myšlienkami prišlo Nemecko na summite Európskej rady v októbri roku 2010. Spolu s Francúzskom ich dopracovalo a predstavilo ministrom financií EÚ v polovici novembra roku 2010. Kľúčovou črtou nemeckého návrhu bolo pripustenie tzv. *riadeného bankrotu* členského štátu eurozóny, respektíve vytvorenie *trvalého eurovalu*. Týmto spôsobom by sa EÚ podarilo začleniť súkromných investorov (najmä banky) do riešenia krízy, čím by sa podľa ministra financií SR Ivana Mikloša okrem iného znížil morálny hazard. [7] Súkromní investori by v prípade vyhlásenia defaultu krajinou eurozóny nenávratne prišli o časť svojich investícií do dlhopisov danej krajiny. Summit EÚ pripustil túto myšlienku i napriek varovaniu ECB, že predstava riadeného bankrotu by u investorov viedla k zvýšeniu rizikových prirážok, a teda k vyšším výnosom zo štátnych dlhopisov rizikových krajín. Takéto zvýšené náklady na splácanie dlhopisov by následne markantne zhoršili finančnú situáciu v krízou ohrozených štátoch, čo by mohlo viesť k len ďalšiemu šíreniu krízy.

Podľa vyhlásení viacerých čelných predstaviteľov eurozóny (minister zahraničných vecí Nemecka G. Westerwelle, minister financií Luxemburska L. Frieden či prezident EÚ H. v. Rompuy) je udržanie eura a obnovenie dôvery zahraničia v EMÚ jednou z najvyšších priorít súčasnosti. [21], [16] Pri pozorovaní prijatých protikrizových opatrení však vidíme, že v roku 2010 sa niesli len v duchu záchranných finančných balíčkov zlyhávajúcim ekonomikám. Tak dohoda o pôžičke Grécku, ako aj EFSF, systém eurovalu či pôžička Írsku boli zamerané najmä na finančnú pomoc, ktorá však priamo nezahŕňala prijatie a implementáciu štrukturálnych ekonomických reforiem v kritických štátoch EMÚ. Pri tejto príležitosti hovorí Vladimír Zlacky, hlavný ekonóm UniCredit Bank Slovakia, toto: „*Štrukturálne reformy by viedli k rýchlejšiemu tempu ekonomického rastu, čo by zjednodušilo splácanie dlhov v budúcnosti. Tieto reformy sú však často z politických dôvodov neuskutočniteľné*“. [21] Záchranné balíčky, navyše, nemajú širokú podporu verejnej mienky, a to ani v prijímajúcich ani donorských štátoch.⁵ Andrew Scott, devízový analytik HiFX, navyše, dodáva, že s rastúcim počtom krajín EMÚ žiadajúcich finančnú pomoc vzniká nebezpečný precedens. Čím viac krajín by totiž žiadalo o finančnú pomoc, tým menej

⁵ V Grécku došlo v súvislosti s prijatím pôžičky a s tým súvisiacimi úspornými opatreniami k trom celoštátnym generálnym štrajkom a mnohým nepokojom v uliciach gréckych miest. V Írsku spôsobilo akceptovanie finančného balíčka silný tlak na predčasné parlamentné voľby. Na druhej strane, obyvatelia Nemecka, Slovenska a iných donorských štátov majú zo záchranných balíčkov pochybnosti a vedú debaty, či by za chyby niektorých mali platiť všetci obyvatelia eurozóny.

členských štátov EMÚ by danú pomoc vedelo poskytnúť. Najväčšie obavy vznikajú najmä v súvislosti so Španielskom a Talianskom, ktorých prípadné ozdravenie by bolo mnohonásobne vyššie ako v prípade Grécka a Írska.⁶ Na základe uvedených myšlienok možno konštatovať, že prijaté kroky sú zamerané skôr na zmiernenie a odstránenie dôsledkov krízy, a nie na odstránenie jej príčin.

Pri pohľade na výsledky dosiaľ vykonaných opatrení možno vidieť, že neupokojili zahraničných investorov dostatočne. Podľa V. Zlackého by sa želané upokojenie dosiahlo oznámením programu razantnej fiškálnej konsolidácie, prijatím štrukturálnych reforiem, a to všetko v kombinácii s prípadnou pôžičkou. Je tiež presvedčený, že k dlhodobej udržateľnosti EMÚ by zásadným spôsobom prispela silná centrálna európska vláda. [15] Možnosť jej vytvorenia je však v súčasnosti mizivá, keďže štáty eurozóny nie sú ochotné prísť o ďalšiu časť svojej suverenity v prospech EÚ. Na druhej strane, prísna monetárna kontrola ECB nad výdavkami jednotlivých bánk je vítaná, predovšetkým na devízových trhoch.

Okrem interných európskych aktérov sa na riešení dlhovej krízy zúčastnila aj Čína. Ochotu pomôcť európskym štátom a podporu vytvoreniu eurovalu potvrdila hovorkyňa ministerstva zahraničných vecí ČĽR Ťiang Jü v nadväznosti na úmysel Číny zvýšiť svoje investície do európskych dlhopisov. [2] Išlo najmä o dlhopisy Grécka a Portugalska. Uvedený úmysel Číny, držiteľ a najväčších devízových rezerv na svete, môže poukazovať na jej rastúce veľmocenské ambície. Investície do dlhopisov sa neskôr môžu stať pomerne efektívnym nástrojom presadzovania čínskych názorov v európskej politike. I keď je pravdepodobné, že čínsko-európske vzťahy sa aj v nasledujúcich obdobiach budú pohybovať predovšetkým v ekonomickej rovine, čínska angažovanosť v európskej dlhovej kríze môže zvýšiť aj jej politický vplyv – podobne ako je to v prípade vzťahov medzi Čínou a USA.

Diskusia o perspektívach eurozóny

Zásadným problémom krízou zasiahnutých krajín je to, že nemajú možnosť devalvovať svoju menu, čo by pomohlo ich exportu a zvýšilo by to ich nízku konkurencieschopnosť v európskom priestore, ani zvyšovať množstvo peňazí v obehu, čo by znamenalo aspoň čiastočné splatenie záväzkov i na úkor rastúcej inflácie. Preto sa jednou z ústredných tém súčasnej diskusie o budúcnosti eurozóny stáva možnosť vystúpenia či vylúčenia z EMÚ, s čím bezprostredne súvisí aj pretrvanie spoločnej meny ako takej. Druhou kľúčovou otázkou, dôležitou najmä z pohľadu možného riešenia dlhovej krízy, sa stala možnosť vyhlásenia bankrotu členského štátu eurozóny.

V otázke možného vystúpenia krajiny z eurozóny zastávajú euroskeptici názor, že v súčasnosti požadované úsporné opatrenia, ktorými EMÚ podmieňuje poskytnutie záchranných finančných balíčkov, povedú v krízových krajinách k recesii alebo k hospodárskej stagnácii. Prichádzajú k záveru, že získané úspory neprispievajú k rastu konkurencieschopnosti daných štátov. Opierajú sa pri tom napríklad o vyhlásenia

⁶ HiFX pri tejto príležitosti odhaduje možné objemy finančnej pomoci ďalším rizikovým štátom takto: Portugalsko 100 mld. eur, Španielsko 270 – 400 mld. eur a Taliansko viac než 500 mld. eur. [8]

bývalého gréckeho premiéra G. Papandrea, v ktorých sa zmieňuje o odklade splatnosti úverov od krajín eurozóny. [12] Vyvodzujú z nich, že Grécku sa nepodarí znížiť deficit verejných financií na požadovanú úroveň a v konečnom dôsledku nebude schopné splatiť eurozónou poskytnuté úvery. Za jedinou výnimku sa považuje Írsko, ktorého šanca ozdraviť finančný sektor a dostať sa tak z dlhovej krízy je omnoho vyššia práve kvôli vyššej konkurencieschopnosti svojej ekonomiky. Podľa analytika V. Zlackého predbehlo vytvorenie spoločnej menovej únie značne rozdielnych európskych krajín politický a spoločenský vývoj v Európe. Hoci v strednodobom horizonte nepredpokladá rozpad eurozóny⁷, zmenšenie tejto menovej oblasti o krajiny, ktoré členstvom trpia, je pravdepodobné a podľa jeho slov by to bolo prirodzeným krokom k nastoleniu rovnováhy. Dodáva tiež, že pokiaľ by vystúpenie členského štátu EMÚ bolo technicky dobre zvládnuté, mohlo by to prispieť k stabilizácii situácie. [21]

Eurooptimisti a mnoho predstaviteľov EMÚ si však nemyslí, že niektorá krajina vystúpi z eurozóny, alebo bude z nej vylúčená. Ilustruje to napríklad riaditeľ EFSF Klaus Regling, keď povedal: „*Žiadna krajina sa nevzdá eura dobrovoľne, pre slabšie štáty by to bola ekonomická samovražda, podobne pre silnejšie krajiny*“. [21] Jeho slová podporuje aj Axel Weber, guvernér centrálnej banky Nemecka, ktorý návrat k marke vylučuje s tvrdením, že alternatíva k spoločnému euru neexistuje. [21] Podobného názoru sú aj slovenskí ekonomickí analytici Vladimír Vaňo a Juraj Barta, ktorí vystúpenie krajiny z EMÚ vylučujú aj kvôli politickej neochote, technickej zložitosti a nákladnosti takéhoto kroku. Z vystúpenia z EMÚ by krajina podľa ich názoru neprofitovala, a to i napriek možnosti devalvovať svoju novú menu. Devalvácia by údajne viedla len k dočasnému cenovému zvýhodneniu exportu a neriešila by štrukturálne podmienky ekonomiky. Okrem riadeného znižovania hodnoty novej meny by dochádzalo k jej trhovému prepadu, zvyšovaniu inflácie aj úrokových sadzieb, nedôvere zahraničných investorov a k sprísneniu úrokových podmienok pre domáce podniky. Na druhej strane, sú presvedčení, že súčasná dlhová kríza ovplyvní ďalšie rozširovanie EMÚ, ktoré nebude podľa ich slov také rýchle, ani také jednoduché, ako sa predpokladalo pred začiatkom dlhovej krízy. [16]

Debata o vystúpení krajiny z eurozóny sa logicky posunula aj do diskusie o pretrvaní samotnej menovej únie. V tejto otázke však prekvapivo veľká väčšina politických predstaviteľov eurozóny i nestranných analytikov zdieľa rovnaký názor – napriek vážnosti situácie a tlaku, ktorý kríza na euro vyvíja, sú presvedčení, že euro súčasnej dlhovej kríze odolá.⁸ Podľa analytikov V. Vaňa a J. Bartu je však v záujme zachovania eura a jeho kredibility nevyhnutné dodržiavať fiškálnu disciplínu a strikt-

⁷ Odôvodňuje to nízkou pravdepodobnosťou, že politickí predstavitelia EMÚ by pripustili predčasnosť vzniku eurozóny, a teda aj ich rozhodnosťou bojovať proti trhom pomocou eurovalov.

⁸ Riaditeľ EFSF sa vyslovil, že nebezpečenstvo rozpadu eurozóny je nulové a krach eura nepredstaviteľný. Dodal, že politicky by mala Európa bez eura iba polovicu svojej hodnoty. Rovnaký názor zastáva aj člen Rady guvernérov ECB a guvernér nemeckej centrálnej banky A. Weber, guvernér rakúskej centrálnej banky E. Nowotny a luxemburský minister financií L. Frieden, ktorí všetci tvrdia, že k euru neexistuje alternatíva. Z nestranných analytikov je o udržaní eura presvedčený Peter Hatch (z britskej spoločnosti HiFX), Vladimír Vaňa (z Volksbank Slovensko) alebo Juraj Barta (zo Slovenskej sporiteľne). Porovnaj [2], [10], [9], [16].

nejšie vynucovať dodržiavanie dohodnutých rozpočtových pravidiel. V opačnom prípade by sa museli členské štáty EMÚ zriecť časti svojej suverenity pri rozhodovaní o vlastných verejných financiách a prehĺbiť tak integráciu aj smerom k rozpočtovej federácii. Tento proces by však podľa analytika V. Zlackého narážal na neochotu a bol by neúplný. Dlhodobú existenciu eurovalu analytici nepodporujú, pretože tvrdia, že euroval, hoci znižuje riziko jedného štátu, prenáša riziká jednotlivých krajín kumulatívne na celú eurozónu. Porovnaj [16] a [21]. Za predpokladu zachovania eura je logické, že ak sa neuskutočnia uvedené kroky a bude sa pokračovať len v doterajších, kríza zásadným spôsobom prispieje k prehlbovaniu nerovností v rámci eurozóny.

Na rozdiel od eurooptimistov sú skeptici presvedčení, že otázka zachovania eura neznie „či“, ale „kedy“. Súčasnú formu menovej únie považujú za neudržateľnú. Vylučujú pritom, že rozpad eurozóny by mal mať značne negatívny dosah na európsku integráciu. Daný proces vnímajú skôr ako prirodzenú evolúciu a racionalizáciu európskeho priestoru. [12] Medzi ich spôsoby riešenia krízy môžeme zaradiť vyhlásenie defaultu krízou zasiahnutých krajín, ich vylúčenie z EMÚ, alebo rozpad eurozóny s následným vytvorením dvojrychlostnej menovej únie, kde by v princípe existovali dva druhy monetárnej politiky – jedna pre hospodársky vyspelejšie krajiny a druhá pre periférne oblasti novej eurozóny. Je však takmer isté, že tento postup by neskôr viedol k vytvoreniu dvoch nezávislých menových únií, čo by mohlo viesť k opätovnému poklesu dôvery zahraničia v európsku integráciu.

Otázka zachovania eura sa dotkla aj slovenskej politickej scény. Rozruch vyvolala najmä výzva bývalého predsedu parlamentu SR R. Sulíka z 13. 12. 2010, v ktorej hovoril o pláne opätovného zavedenia slovenskej koruny. V reakcii na uvedenú správu považovali viacerí slovenskí politici (minister financií SR I. Mikloš, bývalá ministerka financií SR v súčasnosti pôsobiaca ako výkonná tajomníčka Európskej hospodárskej komisie OSN v Ženeve Brigita Schmögnerová, I. Švejna za Most-Híd) dané vyjadrenie za predčasné a podkopávajúce základné úsilie členských štátov eurozóny stabilizovať a obnoviť dôveru zahraničia v euro. Analytik V. Zlacký však vyjadrenia predsedu parlamentu SR podporuje s názorom, že návrat ku korune by nebol problematický. V dlhšom časovom horizonte zastáva rovnaký názor aj I. Švejna.⁹

Poslednou otázkou týkajúcou sa budúcich perspektív eurozóny je možnosť bankrotu členskej krajiny EMÚ. Za predpokladu jej zotrvania v menovej únii by mal bankrot negatívny dosah na spoločnú menu. Kredibilita eura ako rezervnej meny by bola spochybnená. Bolo by očakávateľné, že zahraniční investori by od štátnych dlhopisov všetkých členských štátov eurozóny požadovali vyššiu rizikovú prirážku, a to bez ohľadu na to, či boli dlhopisy vydané pred alebo počas dlhovej krízy. Na neschopnosť jednej krajiny EMÚ splácať záväzky by teda finančne doplatili všetky. Na základe uvedeného možno tvrdiť, že predísť defaultu krajiny eurozóny by malo byť jedným z hlavných cieľov Európskej menovej únie. Tu však vzniká otázka: do akej miery sa má eurozóna finančne podieľať na záchrane člena pred bankrotom?

⁹ Všetky vyjadrenia citované z [15].

V prípade financovania reforiem, ktoré by nevedli k štrukturálnym zmenám v ekonomike, by si trhy uvedomili neúčinnosť takéhoto konania a situácia by zostala pre EMÚ nezmenená. Pri tejto príležitosti uvádza analytik J. Barta, že bankrot niektorej krajiny menovej únie nemusí a nemal by znamenať existenčné ohrozenie systému v dôsledku existencie klauzuly, podľa ktorej členské štáty EMÚ neručia vzájomne za svoje záväzky. Súčasnú snahu predstaviteľov eurozóny teda pokladá za iracionálnu alebo motivovanú iným ako verejným záujmom. [16]

Na základe uvedených vyhlásení a názorov predpokladáme, že súčasné členské štáty eurozóny z menovej únie nevystúpia, a to vďaka politickej nevôli a ekonomickým výhodám, ktoré treba pre krízou zasiahnutú krajinu zachovať pri súčasnom riešení krízy alternatívnymi spôsobmi. Taktiež nepovažujeme za pravdepodobné, že by bol niektorý štát z EMÚ vylúčený. Jednak je otázne, či by sa pri hlasovaní o takomto návrhu našla dostatočná podpora medzi ostatnými štátmi eurozóny (keďže viacero štátov je ohrozených rovnakými hrozbami), a otáznym by bol aj ďalší vývoj vzťahov medzi vylúčenou krajinou a eurozónou, respektíve EÚ. Kľúčovou témou by sa v daných vzťahoch stala definícia solidarity. Bolo by pritom paradoxné, ak by EMÚ krajinu „nesolidárne“ vylúčila a následne by jej v mene solidarity hospodársky pomáhala. Dalo by sa teda očakávať, že vzťahy v rámci únie by sa aspoň čiastočne zhoršili. Bezprecedentná situácia by nastala, keby z eurozóny vystúpil štát, ktorý ešte nie je priamo zasiahnutý dlhovou krízou.¹⁰ Takýto krok by okrem iných mohol spôsobiť aj zásadný prepád dôvery zahraničia v eurozónu, keďže by bolo zjavné, že úplná dôvera v menovú úniu sa nenachádza ani v jej vnútri.

V otázke pretrvania EMÚ zdieľame rovnaký názor s podobnými dôvodmi ako politickí predstavitelia či väčšina analytikov i napriek tomu, že pri vytváraní menovej únie došlo k viacerým chybám. Rozpad eurozóny a prípadné vytvorenie dvoch menových blokov by mali zásadný dosah na fungovanie EÚ a rozhodne by neprispeli k dlhodobej stabilite a rastu na európskom kontinente. Od vzniku menovej únie a zavedenia eura uplynulo navyše len 11 rokov, čo považujeme za príliš krátku obdobie na to, aby bol projekt takýchto rozmerov i napriek vážnym nedostatkom ukončený.

V záujme zachovania EMÚ so všetkými súčasnými členmi je teda nevyhnutné zamerať sa nie na dôsledky, ale na príčiny krízy. Finančné prostriedky, či už pochádzajúce z eurovalu alebo iných bezpečných zdrojov, by sa mali primárne využívať na zvyšovanie konkurencieschopnosti zaostávajúcich krajín. Uvedený cieľ sa môže dosiahnuť štrukturálnymi reformami, ktoré by zamedzili vzniku podmienok predchádzajúcich dlhovej kríze (napríklad zníženie miezd či zvyšovanie produktivity práce). Čiastkovými opatreniami by pri tom mohli byť aj v súčasnosti prijímané úsporné kroky vlád. Veritelia a držiteľia dlhopisov rizikových štátov by mali byť

¹⁰ Môže ísť napríklad o Nemecko. Napriek optimistickým vyhláseniam predstaviteľov Nemecka nie je verejná mienka spoločnej mene veľmi naklonená. Podľa prieskumu vykonanom televíziou ARD si 57 % opýtaných myslelo, že Nemecko si malo ponechať nemeckú marku a že euro v najbližšom období stratí stabilitu. Naopak, až 88 % respondentov bolo presvedčených, že udržanie stability eura je v záujme Nemecka. [21]

otvorení dohode o odklade splácania úverov. Ak by sa však situácia stala neudržateľnou a poskytované peňažné prostriedky by nedosahovali požadovaný efekt, prípustný by mal byť aj bankrot členského štátu EMÚ. Takýto krok by mal istotne negatívny dosah na postavenie eurozóny a EÚ vo svete, avšak nepredpokladáme, že tieto následky by mali dlhodobý charakter. Ďalšie záchranné balíčky by totiž len oddiaľovali vyhlásenie defaultu. Neodmysliteľnou súčasťou riešenia dlhovej krízy je aj dodržiavanie prísnej fiškálnej disciplíny v rámci zreformovaného Paktu stability a rastu. Rovnaké pravidlá pre všetkých členov EMÚ a využitie sankcií za ich nedorozdržanie môžu byť dosiahnuté (prihliadajúc na minulé skúsenosti s Nemeckom a Francúzskom) napríklad prostredníctvom reformy hlasovania o týchto otázkach.

Literatúra

- [1] CASARES, M.: ECB Interest-Rate Smoothing. In *International Economic Trends* [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis, máj 2006, [cit: 2010-12-15]. Dostupné na internete: <http://research.stlouisfed.org/publications/iet/20060501/cover.pdf>.
- [2] Čína je ochotná pomôcť eurozóne z krízy. In *SME* [online]. 23.12.2010, [cit: 2010-12-30]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.sme.sk/c/5695743/cina-je-ochotna-pomoc-t-eurozone-z-krizy.html>.
- [3] Eurozone Approves Massive Greece Bail-Out. In *BBC News* [online]. 2.5. 2010, [cit: 2010-12-24]. Dostupné na internete: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8656649.stm>.
- [4] Fitch znížila rating Írska o tri stupne. In *Trend* [online]. 9.12. 2010, [cit: 2010-12-28]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.etrend.sk/svet/fitch-znizila-rating-irska-o-tri-stupne.html>.
- [5] *Grafy kurzov* [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska, 2010, [cit: 2010-12-24]. Dostupné na internete: http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/grafy-kurzov/_USD.
- [6] HÚSKOVÁ, M.: Od Maastrichtu po rozhodnutie Európskeho súdneho dvora. In *Hospodárske noviny* [online]. 27.7. 2004, [cit: 2010-12-15]. Dostupné na internete: <http://hnonline.sk/ekonomika/c1-21992445-od-maastrichtu-po-rozhodnutie-europskeho-sudneho-dvora>.
- [7] ONUFEROVÁ, M.: Írsko si požičia 85 miliárd eur, zachráni banky. In *SME* [online]. 28.11. 2010, [cit: 2010-12-30]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.sme.sk/c/5659525/irsko-si-pozicia-85-miliard-eur-zachrani-banky.html>.
- [8] PHILLIPS, L.: Forex Focus: Can the Eurozone Afford to Bail-Out Many More Countries? In *Daily Telegraph* [online]. 1.12. 2010, [cit: 2010-12-28]. Dostupné na internete: <http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/offshorefinance/8171122/Forex-focus-can-the-eurozone-afford-to-bail-out-many-more-countries.html>.
- [9] PHILLIPS, L.: Forex Focus: How the Irish Bail-Out Could Affect the Euro? In *Daily Telegraph* [online]. 24.11. 2010, [cit: 2010-12-28]. Dostupné na internete: <http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/offshorefinance/8153290/Forex-focus-how-the-irish-bail-out-could-affect-the-euro.html>.
- [10] Portugalsko a Španielsko nebudú potrebovať pomoc, tvrdí člen ECB. In *SME* [online]. 9.12. 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.sme.sk/c/5678403/portugalsko-a-spanielsko-nebudu-potrebovat-pomoc-tvrdi-clen-ecb.html>.
- [11] *Public Balance* [online]. Luxembourg: Eurostat, 2010, [cit: 2010-12-17]. Dostupné na internete: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=en&pcode=tsieb080>.
- [12] PŮR, M.: Nerovnosti eurozóny. In *Trend* [online]. 18.11. 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.etrend.sk/svet/nerovnosti-eurozony.html>.
- [13] Q&A: Irish Republic Bail-Out : What Went Wrong in the Irish Republic. In *BBC News* [online]. 29.11. 2010, [cit: 2010-12-28]. Dostupné na internete: <http://www.bbc.co.uk/news/business-11766346>.
- [14] *Rating Agencies Assign Top Credit Rating To EFSF* [online]. Luxembourg: European Financial Stability Facility, 20. septembra 2010, [cit: 2010-12-24]. Dostupné na internete: <http://www.efs.europa.eu/mediacentre/news/2010/2010-003-rating-agencies-assign-top-credit-rating-to-efsf.htm>.
- [15] ROČKÁR, M.: Sulík pripravme sa na korunu. In *Hospodárske noviny* [online]. 14.12. 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: <http://hnonline.sk/ekonomika/c1-48590650-sulik-pripravme-sa-na-korunu>.
- [16] SIBYLA, P.: Analytici: Zánik eurozóny? Plané hrozby. In *Trend* [online]. 1.12. 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: <http://ekonomika.etrend.sk/svet/analytici-zanik-eurozony-plane-hrozby.html>.

- [17] SNEYD, M.: What Does the Future Hold? In *The Eurozone Crisis* [online]. London: Investment International, 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: http://thepublishinggroup.co.uk/eurozone_crisis_download.php.
- [18] *The Eurozone Crisis* [online]. London: Investment International, 2010. Dostupné na internete: http://thepublishinggroup.co.uk/eurozone_crisis_download.php.
- [19] The Expert's View. In *The Eurozone Crisis* [online]. London: Investment International, 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: http://thepublishinggroup.co.uk/eurozone_crisis_download.php.
- [20] *The World Factbook* [online]. Washington D. C.: CIA, 2010, [cit: 2010-12-15]. Dostupné na internete: https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/region/region_eur.html.
- [21] ŽITŇANSKÝ, E.: Euro v stávke. In *Trend* [online]. 16.12. 2010, [cit: 2010-12-31]. Dostupné na internete: <http://profit.etrend.sk/biznis/euro-v-stavke-2.html>.