

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut mezinárodních studií

Jan Šanda

**Vliv kvantitativního uvolňování ECB na fiskální
zodpovědnost řecké vlády**

Bakalářská práce

Praha 2017

Autor práce: **Jan Šanda**

Vedoucí práce: **Mitchell Young, M.A., Ph.D.**

Rok obhajoby: 2017

Bibliografický záznam

ŠANDA, Jan. *Vliv kvantitativního uvolňování ECB na fiskální zodpovědnost řecké vlády*. Praha, 2017. 57 s. Bakalářská práce (Bc.) Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut mezinárodních studií. Vedoucí bakalářské práce Mitchell Young, M.A., Ph.D.

Abstrakt

Tato bakalářská práce se zabývá dopadem kvantitativního uvolňování Evropské centrální banky na fiskální omezení řecké vlády. Práce je rozdělena do čtyř hlavních kapitol. V první z nich je analyzován institucionální rámec EMU především ve vztahu k fiskální politice členských zemí. Druhá kapitola se zabývá Evropskou centrální bankou a kvantitativním uvolňováním na obecné rovině i vzhledem k situaci po poslední hospodářské krizi. Třetí kapitola zkoumá interakci mezi fiskální a monetární politikou a poslední kapitola se věnuje zhodnocení fiskální politiky Řecka a jejímu ovlivnění kvantitativním uvolňováním. Závěry práce naznačují, že kvantitativní uvolňování má sice na obecné rovině dopad i na fiskální politiku členských zemí EMU, nicméně u Řecka k tomuto za současné situace, kdy samo dluhopisy nevydává, prozatím nedochází.

Abstract

This bachelor thesis deals with quantitative easing of the European central bank and its impact on fiscal restriction of Greece government. The analysis is divided into four main parts. The first one focuses on the EMU institutional framework, especially in relation to the fiscal policies of member states. The second chapter deals with European central bank and quantitative easing on general level and also in relation with the last economic crises. Third chapter examines the interaction between monetary and fiscal policy and the last chapter is devoted to the evaluation of Greece fiscal policy and the impact which quantitative easing may have on it. Results of this thesis suggest that quantitative easing have an impact on fiscal policies of EMU member states. However, taking current situation of Greece state financing into consideration, this is not the case in Greece.

Klíčová slova

Evropská centrální banka, kvantitativní uvolňování, Řecko, fiskální politika, monetární politika

Keywords

European Central Bank, quantitative easing, Greece, fiscal policy, monetary policy

Rozsah práce: 80011 znaků

Prohlášení

1. Prohlašuji, že jsem předkládanou práci zpracoval/a samostatně a použil/a jen uvedené prameny a literaturu.
2. Prohlašuji, že práce nebyla využita k získání jiného titulu.
3. Souhlasím s tím, aby práce byla zpřístupněna pro studijní a výzkumné účely.

V Praze dne 5. ledna 2017

Jan Šanda

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Mitchellu Youngovi, M.A., Ph.D. za odborné vedení této práce, cenné rady a všechnen čas, který mi v průběhu psaní věnoval. Dále bych chtěl poděkovat své rodině a přátelům za podporu v průběhu celého studia.

Teze bakalářské práce

Jméno: Jan Šanda

Email: Sanda.jan00@gmail.com

Studijní obor: Teritoriální studia

Semestr a školní rok zahájení práce: Zimní semestr 2015/2016

Semestr a školní rok ukončení práce: Zimní semestr 2016/2017

Vedoucí bakalářského semináře: Doc. PhDr. Jiří Vykoukal

Vedoucí práce: Mitchell Young, M.A., Ph.D.

Název práce: Vliv kvantitativního uvolňování ECB na fiskální zodpovědnost řecké vlády

Charakteristika tématu práce (max. 10 řádek): Tato bakalářská práce se zabývá dopadem kvantitativního uvolňování Evropské centrální banky na fiskální omezení řecké vlády.

Zdůvodnění úprav a změn tématu od zadání projektu do odevzdání práce (max. 10 řádek):

Došlo ke zpřesnění tématu na základě rady vedoucího práce, kdy bylo dříve uvažováno o zhodnocení dopadu kvantitativního uvolňování ECB obecně a nikoliv ve vztahu pouze k jedné zemi.

Struktura práce (hlavní kapitoly obsahu):

1. Institucionální rámec EMU
2. Evropská centrální banka
3. Interakce fiskální a monetární politiky
4. Řecko a jeho fiskální politika

Prameny a literatura (výběrová bibliografie, max. 30 hlavních titulů):

Favero C., Beetsma R., Tirelli, P., Natale, P., Muscatelli, V.A., Missale, A. „*Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*” (Cambridge University Press 2004)

Holman R., *Makroekonomie-středně pokročilý kurz* (Beckovy ekonomické učebnice, 2. vyd. Praha, 2010)

Tomšík Vladimír, *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011)

Balboni, F., Buti, M., Larch, M. „ECB vs. Council vs. Commission: Monetary and Fiscal Policy Interactions in the EMU When Cyclical Conditions are Uncertain” *European Economy Economic Papers*. (květen 2007) Dostupný z: <https://searchworks.stanford.edu/view/8550093>

De Grauwe, P., Ji, Y. „Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers” *VoxEU.org* (2015), Dostupné z <http://www.voxeu.org/article/quantitative-easing-eurozone-itspossible-without-fiscal-transfers>

Eurobank. „Greece: State financing gaps, funding sources and the case for debt restructuring” (2015)
Dostupné z:

https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GreeceMacroMonitor_FocusNotes_Sept2015.pdf

Esser F. Schwaab B. „Assessing asset purchases within the ECB’s Securities Markets Programme”
ECB: Working Paper Series (listopad 2013) Dostupný z:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>

Melitz J. „Some Cross-Country Evidence about Debt Deficits and Behaviour of Monetary and Fiscal Authorities” *Centre for Economic Policy Research* (1997) Dostupný z:

<https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/1653.html>

Szczerbowicz U. „The ECB’s Unconventional Monetary Policies: Have they lowered market borrowing cost for banks and governments?” *RIETI Discussion Paper Series* (2014) Dostupný z:

www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/14e008.pdf

Podpis studenta a datum

Schváleno	Datum	Podpis
Vedoucí práce		
Vedoucí bakalářského semináře		
Garant oboru		

Obsah

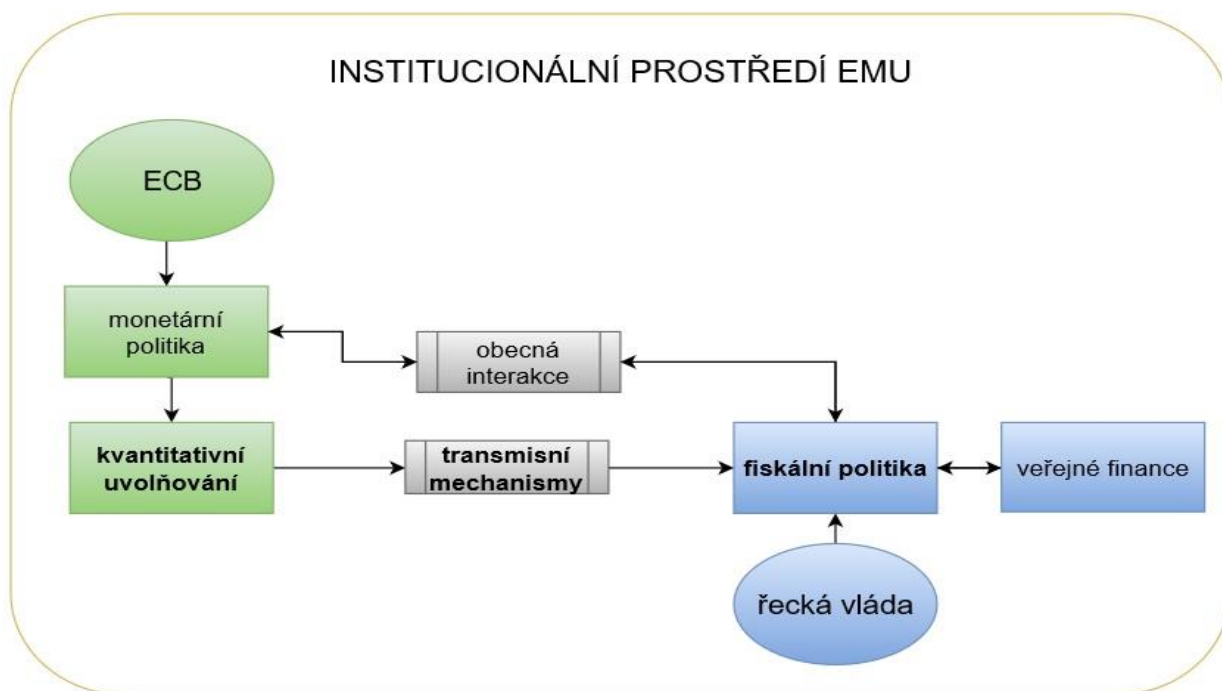
Úvod.....	10
1. Institucionální rámec EMU	12
1.1 Heterogenita zemí EMU.....	12
1.1.1 Cyklická heterogenita.....	13
1.1.2 Heterogenita související s dlouhodobě odlišnými mírami inflace a odlišnými reálnými úrokovými sazbami	16
1.1.3 Heterogenita daňová a fiskální	21
1.1.3.1 Harmonizace přímých daní	22
1.1.3.2 Harmonizace nepřímých daní	24
1.2 Dokumenty související s rozpočtovou kázní.....	25
1.2.1 Maastrichtská konvergenční kritéria.....	25
1.2.2 Pakt stability a růstu	27
1.2.3 Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii	28
2. Evropská centrální banka.....	29
2.1 Organizace ECB	29
2.2 Nástroje ECB	30
2.2.1 Obecné nástroje.....	30
2.2.2 Kvantitativní uvolňování	32
2.2.3 Nástroje použité v reakci na hospodářskou krizi.....	35
3. Interakce fiskální a monetární politiky	38
4. Řecko a jeho fiskální politika	46
4.1 Obecná charakteristika	46
4.2 Dopad kvantitativního uvolňování	49
Závěr.....	52
Zdroje.....	53

Úvod

Cílem této práce je zhodnotit dopad kvantitativního uvolňování Evropské centrální banky (=ECB) na fiskální omezení řecké vlády. Tématu veřejných rozpočtů nejen v Řecku, ale v celé Evropské unii, potažmo v celém vyspělém světě, se dostává stále větší pozornosti. Mnoho vyspělých zemí se potýká s problémy souvisejícími s dlouhodobými deficity veřejných rozpočtů a je proto důležité zkoumat nejen přístupy k řešení těchto problémů, ale především hledat příčiny stávajícího stavu včetně všech relevantních souvislostí. Zároveň dochází na poli monetární politiky k bezprecedentnímu vývoji, kdy se centrální banky uchylují stále více k používání tzv. nestandardních nástrojů. Mimo samotných vlád jsou to právě centrální banky, které mohou nejvýznamněji ovlivňovat hospodářství dané země. Evropská měnová unie (=EMU) s jednotnou centralizovanou monetární politikou, kde ale každý stát uplatňuje svou vlastní fiskální politiku, tak poskytuje výjimečné prostředí pro zkoumání jejich interakce i s dopady jednotlivých rozhodnutí. Práce se zaměřuje na kvantitativní uvolňování ECB jako nejvýraznějšího nestandardního měnového nástroje a jeho dopady na fiskální politiku země, jejíž zadlužení je v rámci EMU tím nejvyšším, tedy na Řecko.

Výzkumným záměrem práce je otestovat hypotézu, zdali je fiskální politika Řecka ovlivněna kvantitativním uvolňováním ECB. Aby bylo možné toto řádně analyzovat, jsou v práci nejprve popsána současná relevantní fiskální omezení vyplývající z členství Řecka v měnové unii. Poté je charakterizováno kvantitativní uvolňování se svými transmisiními mechanismy. Dále je popsána obecná interakce mezi fiskální a monetární politikou v podmínkách měnové unie a poslední kapitola se zabývá fiskální politikou Řecka a jejím ovlivněním kvantitativním uvolňováním. *(Základní zkoumané vztahy jsou zobrazeny na digramu č.1.)*

Diagram č. 1: Obecné znázornění zkoumaných vztahů¹



¹ Vlastní zpracování; (pozn.: Na diagramu není možnost ovlivnění kvantitativního uvolňování fiskální politikou, neboť tato práce se zabývá dopadem kvantitativního uvolňování již po jeho zavedení)

1. Institucionální rámec EMU

Na nejobecnější rovině je třeba nejprve analyzovat, jakým způsobem je ovlivněna fiskální politika jednotlivých zemí eurozóny vyplývající z pouhého členství v měnové unii. Zde bych chtěl podotknout, že v této práci se nebudu explicitně zabývat samotnou (ne)výhodností členství v měnové unii a z toho vyplývajících pozitivních či negativních dopadů na veřejné rozpočty skrze vyšší/nížší hospodářský růst a tedy i větší/menší výběr daní. Toto komplexní téma je předmětem velkého počtu studií, které se navíc v mnoha ohledech rozcházejí v závěrech a navíc je téměř nemožné tyto dopady ex post kvantifikovat. Celkový hospodářský růst samozřejmě ovlivňuje i veřejné rozpočty v jednotlivých letech, nicméně samotné deficitní financování, tedy strukturu veřejných rozpočtů, v delším časovém horizontu dokáže ovlivnit již v menší míře. V tomto obecném institucionálním rámci se tedy budu zaměřovat pouze na ty aspekty měnové unie, které mění fiskální omezení vlád, popřípadě ovlivňují podněty, které vlády k deficitnímu financování vedou.

1.1 Heterogenita zemí EMU

Otázka heterogenity zemí EMU byla akcentována již před jejím vznikem a akademická debata neutichla ani po více než 17 letech. Na nejelementárnější otázku, zdali můžeme považovat EMU za heterogenní či homogenní uskupení, je relativně těžké odpovědět, neboť tato odpověď závisí na druhu heterogenity a ukazatelích, které si k jejímu měření zvolíme a pak také na tom, jakou hranici si určíme pro rozlišení heterogenní a homogenní oblasti.

Nejenže by měla být nízká úroveň heterogenity jednou ze základních podmínek vytvoření jakékoliv měnové unie, ale právě heterogenost zemí v rámci měnové unie má významné dopady i na fiskální přerozdělování mezi členskými zeměmi. Tomšík² ve své monografii identifikuje tři základní druhy heterogenity: (1) cyklickou heterogenitu, (2) heterogenitu související s dlouhodobě odlišnými mírami inflace a odlišnými úrokovými sazbami a (3) heterogenitu daňovou a fiskální. Přičemž ve všech třech je dle Tomšíka eurozóna značně heterogenním uskupením. Mezi další

² Tomšík Vladimír, *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011), s 13

studie, které považují eurozónu za velmi heterogenní oblast, se řadí studie Eichengreena³ nebo Uhliga⁴. Tomšík⁵ si dále klade otázku, nakolik mohou být fiskální politiky v jednotlivých zemích EMU samostatné, respektive do jaké míry vede existence měnové unie k daňové a fiskální unifikaci, přičemž dochází k závěru, že daňová konkurence mezi státy vyplývající z členství v měnové unii vede k nižším daním a výrazně tak ovlivňuje rozpočtové omezení vlád.

Heterogenitu zemí EMU lze tedy rozlišit na několik úrovní. V následujícím textu je uplatňováno výše zmíněné rozdělení Tomšíka, přičemž u všech zmíněných je kladen důraz na možnosti ovlivnění fiskální politiky zemí EMU.

1.1.1 Cyklická heterogenita

Cyklická heterogenita byla poprvé zkoumána kanadským ekonomem Mundellem⁶, který také zavedl pojem optimální měnová oblast. Ve svém dnes již klasickém článku se zabírá otázkou, proč mají USA a Kanada své vlastní měny za situace, kdy je mnohem snadnější pohyb osob, zboží a kapitálu mezi těmito státy oproti například některým provinciím na východním a západním pobřeží Kanady. Z tohoto ekonomického hlediska by tedy bylo dle Mundella efektivnější, kdyby měla západní část Kanady svou vlastní měnu, která by byla na východní části Kanady nezávislá. Mundellův poznatek byl dále rozvíjen a rozšiřován řadou ekonomů. V roce 1963 na Mundella navázal Ronald I. McKinnon⁷, který rozšiřoval teorii optimálních měnových oblastí o vliv otevřenosti ekonomiky, kdy otevřenost ekonomiky měřil na základě poměru obchodovatelných a neobchodovatelných statků k domácí produkci. Jeho závěr byl, že čím více jsou státy otevřeny mezinárodnímu obchodu a čím intenzivněji na něm participují, tím menší je dopad ztráty možnosti ovlivňovat nominální kurz.

³ Eichengreen, Barry a kol. „The Stability Pact: More Than a Minor Nuisance?” *Economic Policy* 13.26, (1998): 65–113, Dostupný z: <http://www.jstor.org>.

⁴ Uhlig Harald, „One money, but many fiscal policies in Europe: what are the consequences?” *Humboldt University Berlin*, (3. duben 2002), Dostupný z: https://www.wiwi.hu-berlin.de/de/professuren/vwl/wipo/research/2002/uhlig_2002_one-money-many-fiscal.pdf

⁵ Tomšík Vladimír, *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011), s 38-43

⁶ Mundell R. A., „A Theory of Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review* 51.4, American Economic Association, (1961): 657-665, Dostupný z: <http://jstor.org>

⁷ McKinnon I. R., „Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review* 53.4 (1963): 717-725, Dostupný z: <http://jstor.org>

Dalším významným příspěvkem bylo rozšíření teorie Peterem Kenenem⁸ a to o požadavek dostatečné diverzifikace výroby, aby v případě změny spotřebitelských preferencí, nebo poklesu poptávky po určitém typu zboží, zasáhl tento šok všechny země měnové unie podobným způsobem.

Zásadním problémem, se kterým se musí země v případě cyklické heterogenity v rámci měnové unie potýkat, je nedostatečně pružná reakce na hospodářské změny. Jedná se o situaci, kdy je daná oblast postižena asymetrickým šokem. Společným znakem asymetrických šoků (ať už nákladových či nabídkových) je, že nezasáhnou celou oblast měnové unie, ale pouze její část. Za optimální měnovou oblast lze v této souvislosti pak považovat území, které dokáže těmto šokům zabránit, nebo je zde jen velmi malá pravděpodobnost jejich výskytu. Pokud má země vlastní měnu, vyrovná se s tímto šokem (může jím být například změna poptávky po domácím zboží na zahraničních trzích, změna nákladů atd.) pomocí nominálního měnového kurzu. Pokud je ale členem měnové unie, tento mechanismus možný není a země se tak musí přizpůsobit změnou cen zboží. Země s vlastní měnou se tak může vyrovnávat s poklesem poptávky depreciací, zatímco země v měnové unii pouze deflací. Za ideální situace, pokud by byl v případě negativního šoku pohyb osob v rámci měnové unie dostatečně volný, by docházelo k migraci obyvatel do zemí, kde se daří ekonomice lépe a kde je pracovních míst naopak dostatek. Problém ale nastává, pokud je migrace obyvatel z rozličných důvodů nedostatečná. Na rozdíl od deprecie je totiž deflace pomalejší proces, který je spojen s nezaměstnaností, což se projeví v zesílené podobě v případě, kdy pracovní trhy nereagují dostatečně pružně. Holman⁹ za této situaci upozorňuje, že nezaměstnanost se pak stává akutním politickým problémem, proto dochází k fiskálním transferům, které ale otázku nedostatečné pracovní migrace neřeší, ale naopak ji spíše dále prohlubují. Tento efekt můžeme stále pozorovat na příkladu severu a jihu Itálie, nebo západního a východního Německa. Tyto příklady jsou nicméně od EMU do jisté míry vzdáleny, protože počítají s jednotnou fiskální politikou a velikost společného evropského rozpočtu je zatím

⁸ Kenen P., „The theory of optimum currency areas: an eclectic view”, *Monetary problems of international economy* (1969): 41-60

⁹ Holman R., *Makroekonomie-středně pokročilý kurz* (Beckovy ekonomické učebnice, 2. vyd. Praha, 2010) s. 143-148

spíše marginální. (Jedná se přibližně o 1 % HNP EU.)¹⁰ Relevantním se ale tento mechanismus může stát již velmi brzy, pokud by docházelo ke zvětšování fiskální centralizace, což je jeden ze směrů, který byl prezentován v několika oficiálních dokumentech posledních let.

V roce 2012 byly publikovány dva unijní dokumenty, které požadují zřídit pro eurozónu jednotný fiskální orgán, který by převzal od národních států kompetence pro provádění fiskální proticyklické politiky. První¹¹ byl publikován bývalým prezidentem EU Hermanem von Rompuyem v kooperaci s ECB a předsedou Komise a Euroskupiny. Druhý¹² dokument byl vydán Evropskou komisí. Oba tyto dokumenty jsou zkoumány ve studii Fabrianiho,¹³ který tvrdí, že pro reálné provedení těchto návrhů je nezbytné mít nejprve sjednocené daně na nadnárodní úrovni mnohem intenzivněji, než je tomu doposud. Bargain a kol.¹⁴ dále poukazují, že pokud by měl systém koordinace fiskální politiky fungovat způsobem, jakým je navrhován v předchozích dokumentech, musel by být opravdu významným ve smyslu své velikosti, což tedy implikuje další redistribuční efekty mezi státy. Jedním z posledních uvolněných evropských dokumentů, který požaduje fiskální unifikaci měnové unie, je jednotné prohlášení pěti prezidentů – Jeana-Clauda Junckera, Donalda Tuska, Jeroena Dijsselbloema, Martina Schulze a Maria Draghio z června 2015.¹⁵

¹⁰ European Commission, „The multiannual Financial Framework 2014-2020 – Frequently Asked Questions”(Brusel, 19. listopad 2013), Dostupný z: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-1004_en.htm

¹¹ Van Rompuy H. „Towards a genuine economic and monetary union ” (5. prosinec 2012), Dostupný z: https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

¹² European Commission „Communication from the commission: A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union Launching European debate” (30.11.2012), Dostupný z: http://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf

¹³ Fabbrini F., „Taxing and Spending in the Euro Zone: Legal and Political Challenges Related to the Adoption of the Financial Transaction Tax”, University of Copenhagen, *European Law Review* 39, (15. březen 2015), Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2578710

¹⁴ Bargain O., Dolls M., Sieglösch S. a kol. „Fiscal union in Europe? Redistributive and stabilizing effects of a European tax-benefit system and fiscal equalization mechanism”, *Economic Policy* 28.75, s 375-422, Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2294271

¹⁵ European Commission „Five Presidents’ Report sets out plan for strengthening Europe’s Economic and Monetary Union as of 1 July 2015” (22. června 2015) Dostupný z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_en.htm

1.1.2 Heterogenita související s dlouhodobě odlišnými mírami inflace a odlišnými reálnými úrokovými sazbami

Hlavní proud ekonomického myšlení považuje od dob Milтона Friedmana inflaci za jev, který je způsoben monetární politikou, což byl také důvod pro předání zodpovědnosti za udržování stabilní míry inflace centrálním bankám. Mnoho států, které trpěly v 70. a 80. letech vysokou inflací, si od přijetí do eurozóny mimo jiné slibovaly právě stabilně nízkou míru inflace. Svou vysokou kredibilitu získala ECB díky tomu, že se strukturálně podobá bývalé německé Bundesbance, která byla tradičně (mimo jiné i z historických důvodů) v udržování nízké míry inflace velice úspěšná. Přestože ECB na tuto tradici úspěšně navázala a daří se jí udržovat po celou dobu své existence celkově velmi nízkou míru inflace, neznamená to, že se inflace v jednotlivých státech neliší. Naopak od roku 1999, tedy od samotného vzniku EMU, se míry inflace značně odlišovaly a stále odlišují. Na různost inflace v jednotlivých zemích upozorňovali ve své studii ještě před vznikem unie například Alberola a Tyrvainen¹⁶, kteří se také snažili o jejich kvantitativní predikci.

Rozdílná inflace v jednotlivých zemích EMU má několik příčin. Vliv na ni má mimo krátkodobých, nahodilých výkyvů, které ale nejsou z dlouhodobého hlediska nijak významné, stanovení konverzních poměrů původních měn vůči euru, ke kterému došlo před vznikem EMU. Částečně může mít inflace i cyklickou povahu, kdy země, které jsou dlouhodoběji nad svým potenciálem s nezaměstnaností pod přirozenou mírou, vykazují vyšší než průměrnou inflaci a naopak země, které jsou pod svým potenciálem s nezaměstnaností nad přirozenou mírou, vykazují nižší míru inflace. Nicméně daleko hlubším determinantem rozdílné inflace je tzv. Balassa-Samuelsonův efekt, jehož logika spočívá v rozlišení zboží a služeb na obchodovatelné (s nízkými náklady mezinárodní arbitráže) a neobchodovatelné (s vysokými náklady mezinárodní arbitráže), přičemž dle empirie produktivita roste pomaleji u neobchodovatelných statků, ale mzdy zde rostou přibližně stejným tempem jako u obchodovatelných statků, které vykazují vyšší růst produktivity. V důsledku toho pak musejí růst ceny u neobchodovatelných statků rychleji, než je tomu u statků

¹⁶ Alberola-Ila E., Tyrvainen T. „Is there scope for inflation differentials in EMU?“ *Banco de España* (1998), Dostupný z: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/98/Fic/dt9823e.pdf>

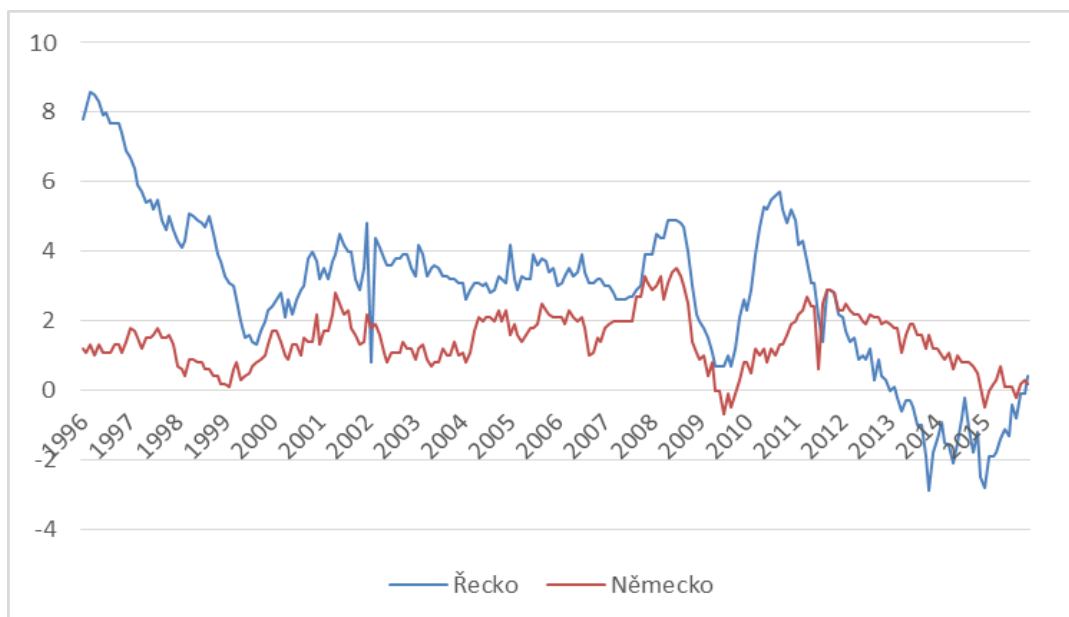
obchodovatelných.¹⁷ Význam tohoto efektu dokládá například Apergisova empirická studie,¹⁸ kde autor využívá data z let 1989-2009 k určení významnosti Balassa-Samuelsenova efektu pro řeckou ekonomiku. Jeho závěrem je, že tento efekt vysvětluje přibližně 33 % z celkové řecké inflace.

Na následujícím grafu je zobrazena inflace v Řecku a Německu od roku 1996 do roku 2015. Vztažení řecké inflace k německé je vybráno především z důvodu pozice Německa v rámci EMU, kdy Německo lze považovat za nejvýznamnějšího představitele států tzv. severu, tedy zemí, které se na rozdíl od tzv. jižního křídla, kam lze řadit právě Řecko, vyznačují mimo jiné nižším zadlužením a zdravějšími veřejnými financemi. Z grafu je patrné, že relativní změny inflace byly do značné míry shodné. Mimo řeckého přibližování k nízkým hodnotám potřebným pro splnění Maastrichtských kritérií do roku 1999, vykazovala inflace v obou zemích poměrně stabilní charakter až do roku 2008, kdy byl její růst znatelně tažen vysokou cenou ropy. Rok 2009 je již poznamenán hospodářskou krizí a propadem inflace. V roce 2010 došlo k výraznému vzestupu, který v Řecku trval přibližně rok, a po kterém již inflace dále jen padala až do záporných hodnot, zatímco v Německu inflace mírně stoupala až do roku 2012, od kterého se ale také neustále snižuje. Nicméně mnohem zajímavější je povšimnout si, že Řecko mělo celé předkrizové období, stejně jako další státy peripetie eurozóny, inflaci značně vyšší oproti té německé, zatímco v posledních letech je situace opačná.

¹⁷ Tomšík V. *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011),

¹⁸ Apergis, N „The domestic Balassa–Samuelson effect of inflation for the Greek economy“ *Applied Economics* 45.23, Dostupný z: <https://www.ebscohost.com>

Graf č.1: Inlace v Řecku a Německu mezi lety 1996 až 2015 (měsíční HICP v %)¹⁹

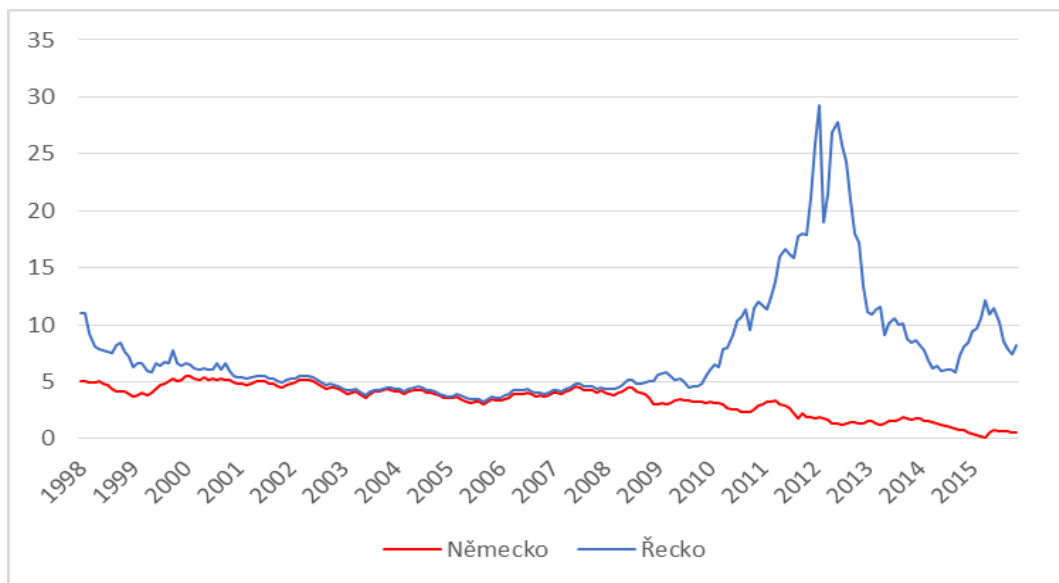


Dopad této skutečnosti na reálnou ekonomiku, potažmo možnosti fiskální politiky, bude nejlépe patrný, pokud se podíváme na vývoj desetiletých vládních dluhopisů Řecka. Jak uvádí například Krugman²⁰, vstup do eurozóny znamenal pád rizikových premií všech dluhopisů na téměř shodnou úroveň, která reflektovala věrohodnost dluhopisů německých. To poté umožňovalo zemím s vysokým zadlužením vypůjčovat si velmi levně na stále vyšší vládní výdaje a toto stále se zvyšující zadlužení zpětně nemělo žádný dopad na výpůjční možnosti vlád. Vývoj úroku z desetiletých řeckých a německých dluhopisů je znázorněn na grafu č. 2.

¹⁹ Vlastní zpracování na základě: ECB, ECB. Inflation dashboard: The Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

²⁰ Krugman, P. R. *Skoncovat s krizí* (Vyšehrad, vyd. 1. Praha: 2012) 193 s.

Graf č.2: Vývoj desetiletých vládních dluhopisů Řecka a Německa mezi lety 1998 až 2015 (v %)²¹

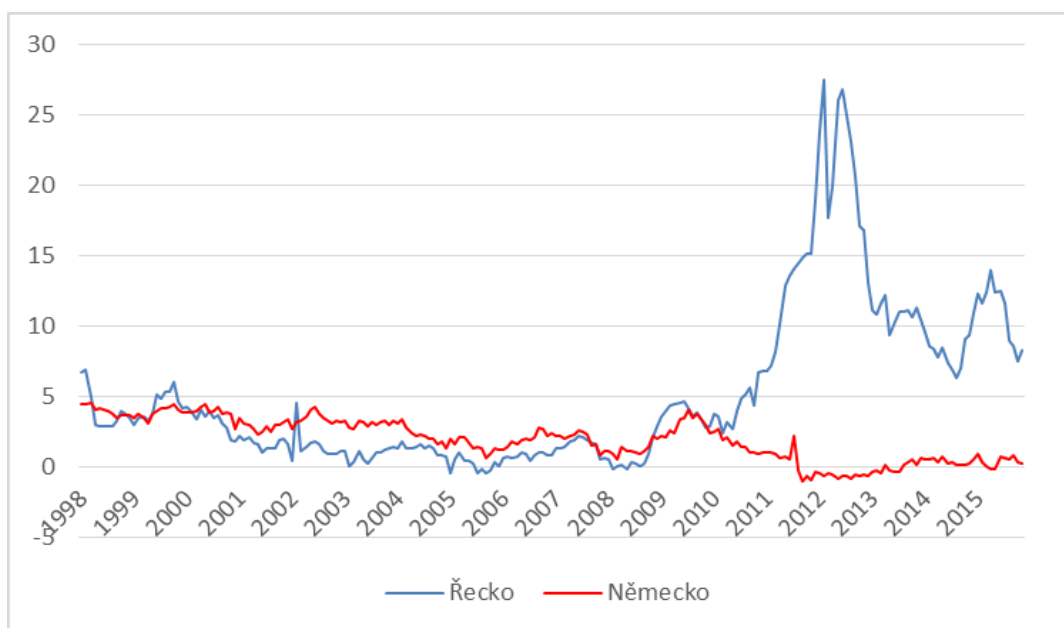


Pokud tedy odečteme od těchto úrokových sazeb rozdílnou míru inflace, jak je zobrazeno na grafu č. 3, dostaneme systematicky nižší reálné úrokové sazby z řeckých dluhopisů oproti německým. V tomto ohledu pak lze tvrdit, že řecká vláda měla možnost dokonce levnějšího financování než vláda německá. Je také důležité podotknout, že nízké reálné úrokové sazby vedou k nadměrným investicím a přehřívání ekonomiky, což opět zvyšuje inflaci a tato zvýšená inflace zpětně udržuje nominální sazby na nízké úrovni. V tomto ohledu se tedy jedná o sebenaplňující proces.²²

²¹ Vlastní zpracování na základě: OECD Data, Long-term interest rates, Dostupný z <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>

²² Tomšík V. Ekonomie a zdravý rozum, (Fragment, 2011)

Graf č.3: Reálné úrokové míry desetiletých vládních dluhopisů (v %)²³



Možnost v podstatě neomezeného financování vládních deficitů tak vytváří prostor pro existenci tzv. černého pasažérství. Na obecné rovině se problémem černého pasažérství zabývá studie Charriho a Kehoea.²⁴ Autoři dochází k závěru, že měnové unie jsou častěji nefunkční v případech, kdy je v monetární politice přítomna časová nekonzistence a pokud chybí souhrnná fiskální pravidla, či nejsou tato pravidla dodržována. Označit politiku ECB za časově nekonzistentní by bylo velmi problematické, ba naopak její politika je časově spíše konzistentní. Tento aspekt je tedy pro EMU příznivý. Nicméně dodržování souhrnných fiskálních pravidel, přestože jsou v legislativě EMU zakotvena již od jejího vzniku, se stal pro země EMU značným problémem. Tomšík²⁵ zkoumá problém černého pasažérství prizmatem teorie her a dle jeho závěrů se stává existence monetární unie bez fiskální jednoty zemí značně problematickou. Studie Libicha, Halletta a Stehlíka²⁶ navíc zdůrazňuje i důležitost velikosti jednotlivých zemí měnové unie, kdy

²³ Vlastní zpracování na základě: 1) ECB, *Inflation dashboard: The Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*, Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

A 2) OECD Data, *Long-term interest rates*, Dostupný z <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>

²⁴ CHARI V.V., KEHOE P.J. „The time inconsistency and free-riding in monetary union” (*National Bureau of Economic Research*, Cambridge, 2002), Dostupný z: <https://www.minneapolisfed.org/research/sr/sr308.pdf>

²⁵ Tomšík V. *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011), s. 44-47

²⁶ Libich J., Hallett H. A., Stehlík P. „Monetary and Fiscal Policy Interaction with Various Degrees of Commitment” La Trobe University and CAMA, George Mason University and University of St andrews,

pro menší státy se stává možnost „rozložení“ deficitního financování veřejných rozpočtů mezi zbývající země unie mnohem snadnější.

Dalším důležitým důsledkem rozdílné inflace států v rámci EMU je ovlivnění běžného účtu platební bilance, který definičně odpovídá rozdílu mezi domácími úsporami a investicemi. Vysokoinflační země jako Řecko se profilují jako dlužnické, zatímco země s nižší inflací se dostávají do věřitelských pozic, což může znamenat v případě zamrznutí finančních toků z věřitelských zemí do dlužnických pro financování dlužnických států značné potíže.²⁷

1.1.3 Heterogenita daňová a fiskální

Na úvod této kapitoly je třeba poznamenat, že daňová oblast v jednotlivých zemích EMU byla nejméně ovlivněna vznikem celní unie a volným pohybem kapitálu. V následujícím textu je tudíž pojednáno o harmonizaci daní v kontextu celé EU a nikoli pouze EMU.

Existuje mnoho výhod a nevýhod harmonizace daní napříč státy, stejně jako jejich zastánců a odpůrců. Kopřiva²⁸ například upozorňuje, že přílišná odlišnost v daních uvnitř států by měla za následek celkově špatné fungování evropského trhu. Naproti tomu podle zastánců daňové konkurence má harmonizace daní své zásadní limity, po jejichž překročení se stane celý systém spíše neefektivní.²⁹ Pokud se ale zaměříme na důsledky harmonizace daní pro veřejné finance, je jasné, že harmonizací daní obecně ztrácí vlády určitou flexibilitu v možnosti ovlivňovat velikost svých rozpočtů.

Pro ilustraci je na grafu č. 4 znázorněno celkové daňové zatížení v Řecku a Německu mezi lety 2000 a 2015. (Jedná se o veškeré daně, včetně povinných odvodů na sociální a zdravotní pojištění).

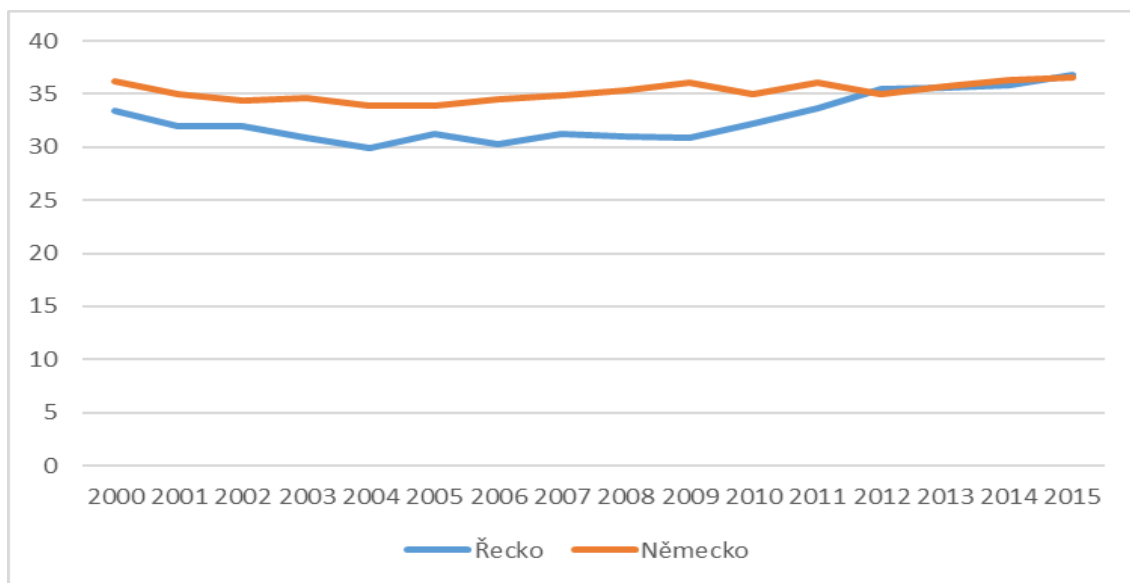
University of West Bohemia, (2014), Dostupný z:
<https://www.aeaweb.org/aea/2012conference/program/retrieve.php?pdfid=162>

²⁷ Tomšík V. *Ekonomie a zdravý rozum*, (Fragment, 2011)

²⁸ Kopřiva, J. „Harmonizovaný základ daně v EU – konec daňové konkurence v EU“ *Masarykova univerzita*, Praha: 2011, Dostupný z: <http://www.law.muni.cz/sborniky/Days-of-public-law/files/pdf/sprava-finance/Kopriva.pdf>

²⁹ ŠIROKÝ, J. *Daně v Evropské unii*. (Linde Praha, 6. akt. vyd. 2013)

Graf č. 4: Celkové daňové zatížení v Řecku a Německu mezi lety 2000-2015 (% HDP)³⁰



1.1.3.1 Harmonizace přímých daní

V oblasti přímých daní k výrazné harmonizaci v rámci evropské legislativy nedošlo. Problematický je již způsob možnosti přijetí harmonizačních opatření, neboť tato musí být schválena Evropskou komisí ve formě směrnice, což vyžaduje souhlas všech států, které ale považují stanovování přímých daní často za součást své suverenity a nebyly zatím ochotny se těchto pravomocí vzdát. Harmonizace přímých daní je tak spíše politickým problémem a hledat konsenzus mezi jednotlivými státy je v tomto ohledu velmi obtížné.³¹

Problém harmonizace přímých daní ještě navíc prohlubuje značná odlišnost v oblasti účetních systémů, které se liší v pojetí hospodářských výsledků a není tak možné plošně stanovovat přímo nominální sazby, ale je nutné vypočítat model tzv. efektivních sazeb, které již mohou být mezi státy porovnávány.

Přesto bylo přijato několik směrnic, které oblast přímých daní upravují. Spolupráci a vzájemnou pomoc členských zemí v oblasti přímého zdanění upravovala směrnice č. 77/799/EHS, která byla několikrát novelizována a později nahrazena směrnicí č.

³⁰ Vlastní zpracování na základě: OECD Statistics „Total tax revenue statistics“ Dostupný z: <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV>

³¹ NERUDOVA, D. *Harmonizace daňových systémů v zemích Evropské Unie.* (Wolters Kluwer, 3. přepracované vyd. 2010)

2011/16/EU.³² Obě se týkají povinné výměny informací o přímých daních v EU za účelem zamezení mezinárodních daňových úniků a vyhýbání se daňovým povinnostem. Novější směrnice v tomto ohledu nastavuje přesnější a jasnější pravidla spolupráce.

Směrnice č. 2009/133/ES³³, která nahradila směrnicí č. 90/434/ES, zavádí společný systém zdanění při fúzích, rozděleních, částečných rozděleních, převodech aktiv a výměně akcií týkajících se společností z různých členských států a při přemístění sídla evropské společnosti nebo evropské družstevní společnosti mezi členskými státy. Dále tato směrnice upravuje předpisy, které se vztahují k statutárním sídlům evropských společností a evropských družstevních společností. Evropská společnost je definována jako: „*právní struktura, která společnosti umožní působit v různých zemích Evropské unie (EU) s jednotným statutem, který je definován právem EU a který je společný pro všechny země EU*”³⁴ a evropská družstevní společnost je právní statut, který: „*zajišťuje rovné podmínky hospodářské soutěže mezi družstevními a kapitálovými společnostmi. Přispívá k rozvoji přeshraničních činností družstevních společností.*”³⁵

Legislativa EU také upravuje zdanění příjmů z úspor. Ve směrnici č. 2003/48/ES³⁶ je zakotveno, že úroky z úspor, které jsou vyplaceny v jedné zemi fyzickým osobám s bydlištěm v jiné zemi EU, podléhají účinnému zdanění v souladu s právními předpisy v jiné zemi EU. Protože se ale ukázalo, že se tato směrnice nevztahuje na některé finanční nástroje, které jsou rovnocenné klasickým cenným papírům, byla přijata nová směrnice č. 2014/48/EU, která tento nedostatek napravuje.

³² EUR-Lex „Směrnice Rady 2011/16/EU ze dne 15. února 2011 o správní spolupráci v oblasti daní a o zrušení směrnice 77/799/EHS” (11. březen 2011), Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:064:FULL:CS:PDF>

³³ EUR-Lex „Společný systém zdanění: fúze, rozdělení, převod aktiv, výměna akcií a přemístění sídla evropské společnosti nebo evropské družstevní společnosti” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=URISERV%3A126039>

³⁴ EUR-Lex „Statut evropské společnosti” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:l26016>

³⁵ EUR-Lex „Statut evropské družstevní společnosti” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:l26018>

³⁶ EUR-Lex „Zdanění příjmů z úspor” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=URISERV%3A131050>

Zdaňování úroků a licenčních poplatků mezi přidruženými společnostmi z různých členských států je zakotveno ve směrnici č. 2003/49/ES.³⁷ Jedná se v podstatě o eliminaci srážkové daně a daně z úroku a licenčních poplatků mezi přidruženými společnostmi. Tato směrnice byla přijata proto, aby nedocházelo v rámci jednotného trhu k horším daňovým podmínkám u transakcí přeshraničních oproti transakcím v rámci jednoho státu.

Z výše uvedeného výčtu dosavadní evropské legislativy je patrné, že oblast přímých daní zůstává z větší části stále v gesci národních států a jejich harmonizace je spíše okrajovou záležitostí. Přestože legislativně tedy k harmonizaci přímých daní příliš nedochází, v EU je přítomen mechanismus, který k harmonizaci daní vede samotné státy, aniž by to bylo předtím upraveno v unijní legislativě. Tímto mechanismem je daňová konkurence, která tlačí zejména na celkové snižování korporátních daní.

1.1.3.2 Harmonizace nepřímých daní

U nepřímých daní došlo v rámci EU k výraznější harmonizaci. Podíl nepřímých daní na HDP se navíc v čase neustále navyšuje a jejich význam se tak pro státní rozpočty bude při zachování současného trendu vývoje také neustále zvyšovat. Nepřímé daně lze obecně rozlišit na (1) všeobecné nepřímé daně a (2) selektivní nepřímé daně neboli takzvané akcízy. Všeobecné nepřímé daně mají základ ve stanovení daně jako procenta z ceny, zatímco akcízy mají formu jednotkové daně.

Asi nejzásadnější všeobecnou nepřímou daní je daň z přidané hodnoty (=DPH). V 60. letech byla jedinou zemí uplatňující DPH Francie. Ostatní země využívaly vzájemně nesourodé systémy daní z obratu. V roce 1967 byla přijata směrnice č. 67/227/EEC, která zaváděla namísto daní z obratu DPH na principu všeobecné daně ze spotřeby, která se uvaluje na všechny služby a zboží. Za zásadní dokument v oblasti DPH lze považovat směrnici č. 77/388/EHS.³⁸ Ta zejména harmonizuje odlišné národní systémy DPH a upřesňuje pravidla pro určování základu daně. Tato směrnice byla několikrát novelizována, a proto došlo v roce 2006 pro lepší přehlednost k

³⁷EUR-Lex „Směrnice Rady 2003/49/ES“ (26. květen 2003) Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0049&from=CS>

³⁸ EUR-Lex „ŠESTÁ SMĚRNICE RADY“ Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31977L0388&from=CS>

jejímu nahrazení směrnicí č. 2006/112/EEC.³⁹ V roce 1993 byla zavedena směrnice č. 92/77/EEC,⁴⁰ která doplňovala společný systém daně z přidané hodnoty zakotvený ve směrnici č. 77/388/EHS. Bylo zde stanoveno, že u standardní sazby DPH bude minimální hranice 15 % a u snížené byla stanovena minimální hranice na 5 %. Zároveň je členským státům povoleno aplikovat pouze dvě snížené sazby. Tyto snížené sazby mohou být navíc zavedeny jen na určité typy výrobků, jejichž výčet je obsažen v příloze H této směrnice.

U selektivních nepřímých daní bylo nutné harmonizovat především daně u těch statků, kde daň tvořila větší část ceny a zároveň bylo možné tento statek relativně snadno přepravovat napříč státy EU. Pokud by tyto daně totiž zůstaly odlišné, docházelo by samozřejmě k nakupování těchto statků v zemích, kde jsou daně nižší a následně přepravě do zemí s vyššími sazbami, což by snižovalo celkovou efektivnost tržního systému. Harmonizace těchto daní je zajištěna díky Jednotnému celnímu sazebníku, kde jsou stanoveny minimální výše sazeb.

1.2 Dokumenty související s rozpočtovou kázní

V této kapitole jsou zmíněny základní dokumenty, kde jsou zakotvena rozpočtová pravidla, která byla v průběhu EMU přijata a která by měla sloužit k tomu, aby nedocházelo v rámci EMU k nezodpovědné fiskální politice.

1.2.1 Maastrichtská konvergenční kritéria

Maastrichtská konvergenční kritéria byla zavedena v tzv. *Smlouvě o EU* neboli *Maastrichtské smlouvě* podepsané 7. února 1992. V tomto dokumentu bylo obsaženo zásadní rozhodnutí o vytvoření měnové unie k 1.1.1999. Vstup do společné měnové unie byl ale podmíněn splněním několika kritérií. Přistoupivší země jsou stále povinny tato kritéria při vstupu do EMU splnit.

³⁹ EUR-Lex „Směrnice Rady 2006/112/ES” (11. prosinec 2006) Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:347:0001:0118:cs:PDF>

⁴⁰EUR-Lex „Směrnice Rady 92/77/EHS” Dostupný Z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31992L0077&from=CS>

Obecně upravuje tato kritéria pro vstup článek 109j Maastrichtské smlouvy, kde jsou jako podmínky uvedeny:

- 1) *„Dosažení vysokého stupně cenové stability patrného z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků.*
- 2) *Dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevykazujících nadměrný schodek ve smyslu čl. 104c odst.6.⁴¹*
- 3) *Dodržování fluktučního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvaci vůči měně jiného členského státu.*
- 4) *Stálost konvergence dosažené členským státem a jeho účasti v mechanismu směnných kurzů Evropského měnového systému, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb.“⁴²*

Pro země, které mají v plánu vstoupit do eurozóny je tedy nezbytné, aby v oblasti veřejných rozpočtů plnily dvě podmínky. První je poměr plánovaného nebo skutečného deficitu veřejných financí k HDP, kde je hranice stanovena na maximálně

⁴¹ Šestý odstavec článku 104c uvádí: „Rada na doporučení Komise a po zvážení všech připomínek, které dotyčný členský stát případně učiní, kvalifikovanou většinou rozhodne po celkovém zhodnocení, zda existuje nadměrný schodek.“ V druhém odstavci téhož článku jsou také vymezena dvě kritéria, podle kterých má Komise zkoumat dodržování rozpočtové kázně. Jedná se o: a) poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu nepřekračuje doporučovanou hodnotu (stanovenou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 3 % HDP), ledaže by: buď poměr podstatně a nepřetržitě klesal a dosáhl úrovně, která se blíží doporučované hodnotě, nebo by překročení doporučované hodnoty bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstával blízko k doporučované hodnotě, b) zda poměr veřejného zadlužení k hrubému domácímu produktu nepřekračuje doporučovanou hodnotu (stanovenou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 60 % HDP), ledaže se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k doporučované hodnotě. Z těchto podmínek je patrné, že dodržování deklarovaných hranic přístupu bylo do značné míry závislé na uvážení Komise. Nikde totiž není explicitně stanoveno, co je ona úroveň blížící se doporučované hodnotě, či co je dočasné a výjimečné překročení hranice. Tento článek smlouvy navíc uvádí, že Komise je oprávněna vypracovat zprávu a podat ji na zhodnocení Radě, i přes plnění stanovených kritérií, pokud je toho názoru, že v některém členském státě existuje riziko nadměrného schodku (viz. 3 odst.). Bohužel vypracované zprávy Komise o stavu veřejných financí, které schválila i Rada a které doporučují daným zemím kroky pro nápravu, nejsou veřejně přístupné.

⁴² EUROSOP „Smlouva o Evropské Unii“ Dostupný z: http://www.euroskop.cz/gallery/2/758-smlouva_o_eu_puvodni_verze.pdf

3 % a druhá podmínka se vztahuje k poměru veřejného dluhu k HDP, který nesmí překročit 60% hranici.

1.2.2 Pakt stability a růstu

Pakt stability a růstu (dále pouze Pakt) byl přijat především z důvodu zvyšující se obavy některých zemí (zejména Německa), které spočívaly v možné nezodpovědné fiskální politice zemí po přijetí do EMU. To se projevilo nejprve v prosinci 1995 na zasedání Evropské rady v Madridu a poté znovu o šest měsíců později ve Florencii. Zásadní rysy dohody byly stanoveny v prosinci 1996 v Dublinu a usnesení Evropské rady o Paktu bylo přijato v Amsterdamu 17. června 1997.⁴³

Pro členské země zde byl stanoven závazek respektovat střednědobý rozpočtový cíl, který má vést k přebytkovému nebo alespoň vyrovnanému rozpočtu. Pokud má některý stát informace o tom, že by se jejich rozpočet od tohoto cíle odklonil, nebo za situace, kdy k tomuto dojde Rada EU na návrh Komise, je tento stát povinen zajistit nápravná rozpočtová opatření a to nejpozději do jednoho roku od zjištění nadměrného schodku.

Nařízení Rady č. 1466/97⁴⁴ pak dále posiluje dohled nad stavu rozpočtů a nad hospodářskými politikami a posiluje koordinaci hospodářských politik. Zde jsou mimo jiné uvedeny i okolnosti, kdy nemusí být kritéria vyrovnaných rozpočtů splněna, což jsou především hluboké recese ekonomiky. Je zde zakotvena i povinnost každého státu předkládat jednou ročně rozpočtový plán. Pokud je v něm uveden deficit vyšší než 3 %, musí k němu daný stát předložit i opatření, kterými se bude tento schodek snižovat. Tento program hodnotí Komise a své stanovisko předkládá Radě, která poté v případě závažných pochybení vydává pro daný stát varování. Pokud stát nerespektuje toto varování, dojde k postupu, který je upraven v nařízení č. 1467/97.⁴⁵ Komise v takovémto případě ověřuje, jestli schodek opravdu existuje a

⁴³ EUR-Lex „Official Journal of the European Communities” Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, (2. srpen 1997), Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1997:236:FULL&from=EN>

⁴⁴ EUR-Lex „Nařízení Rady (ES) č. 1466/97” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997R1466&from=CS>

⁴⁵ EUR-Lex „Nařízení Rady (ES) č. 1467/97” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997R1467&from=CS>

vypracovává o tomto své stanovisko, které pak předkládá Radě. Pokud Rada se stanoviskem Komise souhlasí, vydá dotyčnému státu doporučení na nápravu. Pokud ani poté nedojde k přijetí potřebných opatření, Rada může svá doporučení zveřejnit a posléze má možnost uplatnit také sankce, které ale může být dané zemi navráceny, pokud se do dvou let situace zlepší.

1.2.3 Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii

Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii⁴⁶, často uváděná pod názvem fiskální pakt, byla reakcí na dluhovou krizi eurozóny a na částečnou neschopnost dostatečného vynucování fiskální zodpovědnosti v rámci předešlého Paktu stability a růstu, která je patrná již z výše uvedeného zdlouhavého procesu v případě vysokých deficitů. Státy jsou povinny po přijetí této smlouvy do svého právního řádu zakotvit pravidlo, podle něhož budou jejich strukturální rozpočty vyrovnané či v přebytku. Povolený strukturální deficit bude maximálně 0,5 % HDP, případně je zde stanovena výjimka, podle které země, jejichž zadlužení je výrazně pod 60 % HDP, může mít tento strukturální deficit až 1 % HDP. Na samotné zakotvení tohoto pravidla do právního řádu zemí bude dohlížet Soudní dvůr EU, který bude moci v této souvislosti uplatnit, pokud shledá v některém státě pochybení, pokutu ve výši až 0,1 % HDP.

⁴⁶ European Commission „TREATY ON STABILITY, COORDINATION AND GOVERNANCE IN THE ECONOMIC AND MONETARY UNION“ Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm

2. Evropská centrální banka

Evropská centrální banka byla založena v červnu roku 1998, kdy nahradila Evropský měnový institut a převzala po něm odpovědnost za dokončení příprav na zahájení třetí etapy Hospodářské a měnové unie. Svoji činnost zahájila v roce 1999, kdy došlo k zavedení eura v bezhotovostní podobě.

Právní základ ECB je vymezen ve Smlouvě o založení Evropského společenství.⁴⁷ V této smlouvě je také definován primární cíl ECB, kterým je udržování cenové stability. Mezi sekundární cíle, které dále vymezuje druhý článek této smlouvy a které mohou být sledovány pouze v případě, že nejsou v rozporu s cílem primárním, patří: *„podporovat harmonický, vyvážený a udržitelný rozvoj hospodářských činností, vysokou úroveň zaměstnanosti a sociální ochrany, rovné zacházení pro muže a ženy, trvalý a neinflační růst, vysoký stupeň konkurenceschopnosti a konvergence hospodářské výkonnosti, vysokou úroveň ochrany a zlepšování kvality životního prostředí, zvyšování životní úrovně a kvality života, hospodářskou a sociální soudržnost a solidaritu mezi členskými státy.“*⁴⁸

2.1 Organizace ECB

Nejvyšším orgánem ECB je **Rada guvernérů**. Ta je složena z prezidenta a viceprezidenta ECB, ze členů Výkonné rady a dále guvernérů centrálních bank států EU, které přijaly euro za svou měnu. Radou guvernérů jsou přijímána veškerá klíčová a strategická rozhodnutí týkající se společné měnové politiky eurozóny. Do jejich pravomocí spadá povolování výdeje eurobankovek, zodpovídá za plynulý bezhotovostní platební styk a přijímá také zásadní rozhodnutí pro řízení devizových rezerv. Schvaluje primární předpisy upravující správu ECB. Rozhodování probíhá pomocí prosté většiny hlasů. Je nicméně obvyklé, že je vždy snaha o dosažení všeobecného konsenzu.⁴⁹

⁴⁷ ECB. „Smlouva o Evropské unii a smlouvy o založení Evropského společenství“ (29. prosinec 2006), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/ce32120061229cs00010331.pdf>

⁴⁸ Tamtéž

⁴⁹ DĚDEK, O., *Historie evropské měnové integrace: Doba eura*. (Praha: Hlávko nadání Praha, 2013) s.8

Výkonná rada ECB má na starosti přípravu zasedání Rady guvernérů, provádění měnové politiky v eurozóně a řízení běžné činnosti ECB. Výkonné radě mohou být svěřeny Radou guvernérů i další pravomoci. Výkonná rada je složena z prezidenta, viceprezidenta a dalších čtyř členů, kteří jsou jmenováni na základě vzájemné dohody hlav států a vlád členských zemí eurozóny.⁵⁰

Generální rada se skládá z prezidenta, viceprezidenta ECB a guvernérů národních centrálních bank všech zemí EU. Je zde tedy zastoupeno 19 států eurozóny a 9 států nacházejících se mimo eurozónu. Jednání se také mohou účastnit členové Výkonné rady, nicméně bez hlasovacího práva. Generální rada je považována pouze za přechodný orgán. Jejím hlavním úkolem je plnění třetí etapy Hospodářské a měnové unie. A to především s ohledem na skutečnost, že ne všechny členské země EU, které se k tomu zavázaly, zavedly za svou měnu euro. Generální rada plní dále poradní funkci ECB, sestavuje výroční zprávy ECB, poskytuje nezbytné kroky k přípravám pro neodvolatelné stanovení směnných kurzů měn členských států atd.⁵¹

Rada dohledu zasedá dvakrát za měsíc a jejím cílem je projednat, plánovat a plnit úkoly ECB, které se týkají dohledu. Její návrhy jsou předkládány Radě guvernérů. Rada dohledu je složena z předsedy, místopředsedy, čtyř zástupců ECB a zástupců vnitrostátních orgánů.⁵²

2.2 Nástroje ECB

2.2.1 Obecné nástroje

Nástroje centrálních bank lze obecně rozdělit na dvě základní skupiny – (1) nástroje přímé a (2) nástroje nepřímé. Mezi přímé nástroje se řadí pravidla likvidity, limity úvěrů, limity úrokových sazeb bank a povinné vklady. Přímé nástroje se nicméně v západních státech

⁵⁰ JÍLEK, J. „Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika“ (Grada Publishing, Praha 2013)

⁵¹ ECB. „Informace o Evropské centrální bance: Generální rada“ Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

⁵² ECB. „Informace o Evropské centrální bance: Rada dohledu“ Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

dnes již téměř nevyužívají. S jejich aplikací je možné se setkat spíše v méně rozvinutých zemích.⁵³ Z tohoto důvodu se jimi tato práce dále podrobněji nezabývá.

Nástroje nepřímé lze rozlišit do několika základních kategorií:

Operace na volném trhu

Operace na volném trhu patří mezi nejvíce využívané nepřímé nástroje měnové politiky. Centrální banka při operacích na volném trhu obchoduje s cennými papíry (zejména se jedná o vládní dluhopisy) za cílem ovlivnění krátkodobých úrokových sazeb, které následně pomocí transmisního mechanismu ovlivňují cenovou hladinu.

ECB rozděluje operace na volném trhu do těchto skupin:

- Hlavní refinanční operace⁵⁴
- Dlouhodobější refinanční operace⁵⁵
- Operace jemného doladění⁵⁶
- Strukturální operace⁵⁷

Hlavní refinanční operace jsou z těchto výše zmíněných nástrojů prováděných ECB nejvýznamnější. Jedná se o pravidelné transakce na poskytování likvidity. Jsou uskutečňovány jednou za týden a od roku 2004 je jejich splatnost také jeden týden. Dlouhodobějších refinančních operací se využívá za účelem pravidelných transakcí na poskytnutí likvidity. Uskutečňují se s frekvencí jednoho měsíce a jejich splatnost činí tři měsíce. Cílem operací jemného doladění je zmírnění dopadů neočekávaných výkyvů v likviditě, což může mít za následek ohrožení stability vývoje úrokových sazeb. Strukturální operace mají několik podob- rezervní transakce, přímé transakce či emise dluhových cenných papírů. Tyto operace jsou prováděny kdykoli ECB potřebuje přizpůsobit strukturální pozici ve vztahu k finančnímu sektoru.⁵⁸

⁵³ JÍLEK, J. „Finance v globální ekonomice I, Peníze a platební styk“ (Grada Publishing, Praha 2013)

⁵⁴ Vlastní překlad z: „Main refinancing operations = MROs“

⁵⁵ Vlastní překlad z: Longer-term refinancing operations, LTROs

⁵⁶ Vlastní překlad z: Fine-tuning operations

⁵⁷ Vlastní překlad z: Structural operations

⁵⁸ ECB. „The Eurosystem's instruments“ Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>

Stálé facility

Do stálých facilit se řadí marginální zápůjční facility a depositní facility, přičemž obě mají jednodenní splatnost a jejich primárním cílem je ovlivňovat vývoj krátkodobé mezibankovní úrokové sazby. Tohoto je docilováno stanovením výše maximálního a minimálního limitu, ve kterém se bude mezibankovní úroková sazba pohybovat. Všechny komerční banky mají možnost ukládat či půjčovat prostředky na mezibankovním trhu, kde bývají sazby z pravidla výhodnější. ECB nicméně stanovením svých úrokových měr vytváří určitý mantinel, ve kterém se tyto sazby pohybují, neboť v případě, že by například zápůjční úroková míra na mezibankovním trhu měla tendenci být vyšší než ta vyhlášená ECB, budou všechny komerční banky využívat úrokových sazeb ECB.

V průběhu poslední finanční krize docházelo k hojnému využívání depositní facility a to především z důvodu zvýšeného rizika na mezibankovním trhu a významného přebytku likvidity celého bankovního sektoru. V roce 2012 nicméně ECB snížila depositní facilitu z 0,25 na 0 %, na což komerční banky reagovaly přesunem prostředků z depositní facility na tzv. current accounts, tedy na dobrovolné rezervy na účtu ECB, kde zůstala úroková sazba nad hranicí nuly.⁵⁹

2.2.2 Kvantitativní uvolňování

Jílek⁶⁰ definuje kvantitativní uvolňování jako proces: „*koupě domácích finančních aktiv centrální bankou od obchodních bank a nebankovních jednotek, a to v takové výši, že dochází k (značnému) navýšení bilanční sumy centrální banky.*” Česká národní banka charakterizuje kvantitativní uvolňování jako: „*(...) způsob provádění měnové politiky v situaci, kdy centrální banka již není schopna snižovat měnově-politickou sazbu, neboť ji už snížila na hodnotu blízkou nule. Podstatou kvantitativního uvolňování jsou nákupy aktiv od komerčních bank ze strany centrální banky, které vytváří u komerčních bank poměrně vysokou zásobu volných rezerv. Smyslem tohoto typu politik je posílit bilanční i tržní likviditu bankovního systému*

⁵⁹ Zsolt, D, Hutil, P. „Negative ECB deposit rate: But what next?” (5. květen 2014) Dostupný z: <http://bruegel.org/2014/06/negative-ecb-deposit-rate-but-what-next/>

⁶⁰ JÍLEK, J. „*Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika*” (Grada Publishing, Praha 2013)

*a minimalizovat riziko nárůstu úrokových sazeb v důsledku nedostatečné likvidity.*⁶¹ Jak je z definice jasné patrné, nejedná se pouze o financování státního dluhu, resp. nakupování státních dluhopisů vlády, nicméně centrální banka nakupuje na finančním trhu i další aktiva. Důležité je také zmínit, že nedochází k „tištění peněz“, jak se také často kvantitativní uvolňování zkracuje. Všechny operace probíhají bezhotovostně na tzv. sekundárním trhu.

Ke kvantitativnímu uvolňování se centrální banky uchylují v případech, kdy již není možné snižovat měnově-politickou sazbu za použití standartních nástrojů. Konečným cílem tohoto kroku je posílit bilanční i tržní likviditu bankovního systému, čímž se minimalizuje riziko nárůstu úrokových sazeb v důsledku nedostatečné likvidity.

Pokud tedy dochází ke kvantitativnímu uvolňování, centrální banka uměle zvyšuje poptávku po vládních dluhopisech jejich nákupem, čímž dochází k růstu jejich ceny a tedy k poklesu úrokové míry. Podstatu tohoto vztahu lze demonstrovat na výpočtu současné hodnoty bezkupónového dluhopisu.

$$(1) \quad TH = \frac{JH}{(1+YTM)^n},$$

kde

TH = tržní hodnota bezkupónového dluhopisu

JH = jmenovitá hodnota bezkupónového dluhopisu

YTM = výnosnost do doby splatnosti

n = doba splatnosti dluhopisu

⁶¹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o finanční stabilitě 2013/2014 (2014) Dostupný z: http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2013-2014/index.html

2.2.2.1 Transmisní mechanismy kvantitativního uvolňování

Signální kanál

Tento kanál je také někdy nazýván kanálem makroekonomických zpráv. Jeho účinnost do značné míry závisí na kredibilitě centrální banky. Centrální banka tedy v případě kvantitativního uvolňování prohlašuje, že hodlá udržovat nízké úrokové sazby.⁶² Dle Krishnamurthyho a Vissing-Jorgensena⁶³ je nicméně třeba, aby centrální banka toto své prohlášení podpořila také nákupem cenných papírů.

Kanál realokace portfolia

Podstatou tohoto kanálu je nedokonalá substituce cenných papírů. Preference určitého cenného papíru je založena na tzv. *preferred-habitat* teorii. Ta vychází z *teorie očekávání*, která tvrdí, že současná (spotová) výnosová křivka odráží očekávání trhu ohledně budoucího vývoje sazeb po celé délce výnosové křivky, čímž je potom určen celý její tvar. Potom lze tvrdit, že úrok z cenných papírů s dlouhodobou splatností je odhadem úroku z krátkodobých cenných papírů. Investoři se pak dle teorie očekávání zajímají pouze o výnosnost a ignorují dobu splatnosti. Zatímco teorie *preferred-habitat* tvrdí, že investoři se nezajímají pouze o úrok, ale také o dobu splatnosti. Například penzijní fondy preferují určitou skladbu svého portfolia, aby dokázaly časově vyrovnávat svá aktiva se závazky.

Nákupem určitých aktiv centrální banka tedy snižuje množství cenných papírů v držení soukromého sektoru. Investoři, od kterých byla tato aktiva odkoupena, získávají přebytečné finanční prostředky, které mohou nadále investovat do nových cenných papírů, čímž se zvýší jejich cena a sníží úroková míra. Na tuto situaci pak reagují domácnosti, které se budou v důsledku poklesu úrokových sazeb snažit nalézt výhodnější investiční příležitosti.

⁶² Joyce, M., Miles, D., Scott, A., Vayanos, D. „Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction” *The Economic Journal* (2012) 271-288, Dostupný z: http://personal.lse.ac.uk/vayanos/Papers/QEUMCI_EJ12.pdf

⁶³ Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A., „The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy” *Brookings Papers on Economic Activity* (2011) 215-287, Dostupný z: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/2011b_bpea_krishnamurthy.pdf

Kanál likvidity

Svou intervencí na trhu centrální banka výrazně zvýší likviditu v ekonomice, což následně povede ke snížení prémie za nelikviditu. Tímto dojde k poklesu ceny aktiv a zároveň růstu úrokové míry. Tento kanál tedy, na rozdíl od kanálů výše zmíněných, působí na růst úrokové míry dluhopisů.

Kanál bohatství

Tento kanál, který působí také u standardních nástrojů měnové politiky, je založen na skutečnosti, že růst cen aktiv povede k nárůstu reálného bohatství u držitelů dluhopisů, které centrální banka odkupuje. To poté povede k vyšším spotřebním výdajům a tedy i růstu HDP.

Kanál bankovních úvěrů

Vlastním prodejem cenných papírů nebo případně nárůstem vkladů získávají komerční banky dodatečnou likviditu, což by je mohlo motivovat ke zvýšení ochoty poskytovat úvěry domácnostem a firmám a tedy k dalšímu růstu ekonomiky.

2.2.3 Nástroje použité v reakci na hospodářskou krizi

Covered Bond Purchase Programme (CBPP)

Vyhlášení programu *Covered Bond Purchase* bylo jedním z prvních opatření, které v reakci na pád Lehman Brothers v září roku 2008 ECB přijala. Rozhodnutí o jeho spuštění bylo učiněno 7. května roku 2009 a samotný program začal v červenci téhož roku.⁶⁴

Jednalo se o odkup krytých dluhopisů, u nichž došlo i přes jejich deklarovanou bezpečnost k výraznému nárůstu rizikové přírážky. Kryté dluhopisy jsou charakteristické skutečností, že vlastník nezískává ručení pouze na základě příslušných podkladových aktiv, ale také ze strany vydávající banky. Podkladová aktiva u krytých dluhopisů drží banky ve své bilanci. Předpokládá se tedy, že jsou tato aktiva kvalitnější oproti podkladovým aktivům nekrytých dluhopisů, které jsou drženy entitami mimo banku.

Výše nákupů byla stanovena na 60 mld. Eur, což byl v porovnání například s podobnými programy jiných centrálních bank objem relativně nízký. Mezi primární zamýšlené cíle

⁶⁴ ECB. „Covered bond purchase programme completed“ (2010), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>

tohoto programu bylo snížení úrokových sazeb z krytých dluhopisů, což by mělo za následek i snížení úrokových sazeb v celé ekonomice. Po zahájení nákupů skutečně došlo k výraznému poklesu krytých dluhopisů, kdy se například výnosy krytých dluhopisů německých bank dostaly i do záporných hodnot. Nicméně zejména u zemí na periferii Eurozóny byl pokles pouze dočasný a úrokové míry začaly opět narůstat souběžně s obavou o solventnost tamních vlád splácet své dluhy, které tvořily značnou část aktiv místních bank.

Securities Markets Programme (SMP)

Tento program byl vyhlášen především jako reakce na řeckou krizi. Jeho cílem bylo zajištění funkčnosti dluhopisového trhu a obnovení transmisního mechanismu měnové politiky. Jednalo se tedy o nákup vládních dluhopisů zemí eurozóny na sekundárních trzích. Na rozdíl od kvantitativního uvolňování se zde ECB zavázala veškeré své nákupy sterilizovat.

Outright Monetary Transactions (OMT)

Tento program byl oznámen v srpnu roku 2012 a jednalo se o nový program nákupu vládních dluhopisů na sekundárních trzích, neboť ECB nebyla stále spokojena s dosavadním stavem.

OMT měl stejný cíl jako program předešlý, tedy nápravu nefunkčních transmisních mechanismů, především pak těsnějšího přenosu mezi krátkodobou a dlouhodobou úrokovou mírou.

Nově byla možnost odkupu vládních dluhopisů podmíněna účastí dané země v programu European Stability Mechanism (ESM) a European Financial Stability Mechanism (EFSM). ECB se také zaměřila na dluhopisy s kratší splatností (1-3roky) a avizovala naprostou transparentnost prováděných operací, kdy měly být hodnoty držených dluhopisů oznamovány na týdenní bázi.

Expanded asset purchase programme (EAPP)

Na rozdíl od předešlých nákupů státních dluhopisů lze tento program nazvat kvantitativním uvolňováním, neboť nákupy vedou současně k růstu rezerv centrální banky a tento nárůst není nijakým způsobem sterilizován, jak tomu bylo v předešlých případech. K jeho oznámení došlo v lednu 2015 a cílem je vrátit inflaci na úroveň

odpovídající inflačnímu cíli ECB. Z počátku se uvažovalo o konci nákupů do září 2016, nicméně tento program byl prodloužen minimálně do března 2017.⁶⁵

⁶⁵ Lobotka, M. „ECB: Kvantitativní uvolňování neumírá“ (2016), Dostupný z: <http://www.investicniweb.cz/2016/10/27/ecb-quantitativni-uvolnovani-neumira/>

3. Interakce fiskální a monetární politiky

Přestože je v mnoha zemích centrální banka formálně na vládě v nezávislém postavení, monetární a fiskální politiky jsou, již vzhledem ke svým konečným cílům, v blízkém vztahu. V této kapitole bude nastíněn způsob, jakým je možné tento vztah analyticky prozkoumat a doložit tak vzájemné ovlivňování obou politik na konkrétních veličinách, kterých se monetární i fiskální politiky snaží dosahovat.

Mezi prvními autory, kteří se blížeji zabývali vzájemným ovlivňováním monetární a fiskální politiky, byl Sargent a Wallace.⁶⁶ Tito autoři předpokládali, že obě entity - centrální banka a vláda - jsou omezeny tím, že zisk z ražebného a primární deficit nesmí ohrozit solventnost vlády. Na základě tohoto předpokladu posléze konstruovali dvě základní situace: Pokud je dominantní entitou centrální banka, může si určit svou monetární politiku a vláda je pak nucena se tomuto přizpůsobit. Stejně tak pokud je dominantní entitou vláda, bude se jí muset analogicky přizpůsobit centrální banka.

Sargent a Wallace tedy předpokládají vyvažování fiskální a monetární politiky s určitým omezením. Nicméně přístup teorie her je zde postaven na skutečnosti, že oba hráči mají své vlastní dílčí cíle, kterých se snaží dosahovat na úkor svého oponenta. Nicméně konečný cíl v podobě společenského optima by měl být oběma stejný. Pokud bychom uvažovali model jedné entity, v jejíž gesci je provádění fiskální i monetární politiky, lze tento vztah zapsat následující nákladovou funkcí, poprvé prezentovanou Alesinym a Tabellinym.⁶⁷:

$$(2) \quad L_F = \frac{1}{2} [\alpha_\pi (\pi - \pi^*)^2 + (x - x^*)^2 + \alpha_g (g - g^*)^2],$$

kde:

π = inflace

x = produkt / zaměstnanost

⁶⁶ Sargent J. T., Wallace, N. „Some unpleasant Monetarist Arithmetic: District Conditions” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5.3 (1981). Dostupný z: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>

⁶⁷ Alesina, A., Tabellini, G. „Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies” *Economic Inquiry* 25 (1987) 619-630, Dostupný z: <http://scholar.harvard.edu/alesina/publications/rules-and-discretion-non-coordinated-monetary-and-fiscal-policy>

g = vládní výdaje

$\pi^* x^* g^*$ = body nasycení

$\alpha_\pi \alpha_g$ = konstanty

Produkt můžeme specifikovat následující agregátní nabídkovou funkcí v krátkém období:

$$(3) \quad x = v(\pi - \pi^e - \tau),$$

kde:

π^e = očekávaná inflace

τ = velikost korporátní daně

A rozpočtové omezení vlády následující rovnicí:

$$(4) \quad g + [1 + \rho + \lambda(\pi^e - \pi)]d = \tau + k\pi + \theta,$$

kde:

d = dluh z předchozích období

ρ = reálná úroková míra

λ = podíl státního dluhu, který není indexován na neočekávanou inflaci

τ = výnosy z korporátní daně

$k\pi$ = výnosy z ražebného (za předpokladu, že reálná držba peněz je konstantní podíl K na produktu)

θ = maximální výše „daní z hlavy“⁶⁸

Rovnici (4) je možné upravit na následující tvar:

⁶⁸ Z anglického originálu: „lump – sum tax”

$$(5) \quad g^* + (1 + \rho)d + \frac{x^*}{v} - k\pi^* - \theta = (g^* - g) + \left(\tau + \frac{x^*}{v}\right) + k(\pi - \pi^*) + \lambda d(\pi - \pi^e)$$

a nabídkovou agregátní funkci na:

$$(6) \quad \tau + \frac{x^*}{v} = \frac{x^* - x}{v} + (\pi - \pi^e)$$

V tomto tvaru již lze rovnice snadno dosadit a upravit, čímž dostaneme následující tvar:

$$(7) \quad K = (g^* - g) + \frac{x^* - x}{v} + (1 + \lambda d)(\pi - \pi^e) + k(\pi - \pi^*),$$

kde

$$(8) \quad K \equiv g^* + (1 + \rho)d_0 + \frac{x^*}{v} - k\pi^* - \theta$$

je tzv. celková finanční podmínka. Tímto jsme získali velmi užitečný koncept, díky kterému je možné měřit změny, které mají negativní dopad na společenské optimum. Pokud se podíváme na zdroje této podmínky, tedy na pravou stranu rovnice (7), jedná se o deficit vládních výdajů vzhledem k bodu nasycení $g^* - g$, deficit produktu k bodu nasycení $\left(\frac{x^* - x}{v}\right)$ a rozdíl mezi skutečnou a očekávanou inflací $(\pi - \pi^e)$. Za předpokladu, že autorita mající pod kontrolou fiskální i monetární politiku není schopna minimalizovat nákladovou funkci skrze míru inflace či zdanění, je výsledek proměnných vstupujících do nákladové funkce následující:⁶⁹

$$(9) \quad \pi - \pi^* = \left[\frac{\left(\frac{k+1}{\alpha\pi}\right)}{N} \right] K,$$

$$(10) \quad \frac{x^* - x}{v} = \left[\frac{\left(\frac{1}{v^2}\right)}{N} \right] K,$$

⁶⁹ Favero C., Beetsma R., Tirelli, P., Natale, P., Muscatelli, V.A., Missale, A. „*Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*” (Cambridge University Press 2004), s 94-100

$$(11) \quad g^* - g = \left[\frac{\left(\frac{1}{\alpha_g} \right)}{N} \right] K,$$

kde

$$(12) \quad N \equiv \frac{1}{v^2} + \frac{1}{\alpha_g} + K((K + 1) + \lambda d)/\alpha_\pi$$

Za ideální situace, pokud by mohla vláda aplikovat ideální daň z hlavy, by celková finanční podmínka (8) byla rovna 0 a tímto by inflace, produkt i vládní výdaje dosáhly svého optima. Při použití upravené rovnice rozpočtového omezení vlády (5) toto implikuje, že $\tau = -x^*/v$, což tedy znamená, že při aplikaci ideální výše daně z hlavy může vláda nahrazovat zisky firem až do rozsahu, který eliminuje distorze na trhu práce a dosáhnout tedy na potenciální produkt. Co se týče finančních zdrojů, uvažuje tento model jejich fixní proporcí a to bez ohledu na celkový finanční požadavek. V tomto ohledu záleží tedy především na nastavení inflační konstanty α_π , jejíž zvýšení snižuje závislost na financování pomocí inflace a na nastavení konstanty vládních výdajů α_g , jejíž zvýšení snižuje závislost na vládních výdajích.⁷⁰

Tento základní model interakce lze rozšířit a adaptovat mnoha různými směry. Především pokud budeme uvažovat vývoj pozice centrálních bank ve vyspělých státech v posledních dekádách, který směřuje k jejich stále vyšší nezávislosti. Hlavní příčiny této tendence lze spatřovat ve skutečnosti, že závislá centrální banka může být vládou zneužívána k příliš expanzivní měnové politice, jejíž příčinou může být nezodpovědná fiskální politika vlády. Nezávislá centrální banka, což potvrzují i empirické studie, tak nemá takový sklon k expanzivní měnové politice.⁷¹

Pokud je centrální banka na vládě nezávislá, lze dosahování cílů vlády a centrální banky interpretovat pomocí teorie her, jak bylo představeno v úvodu této podkapitoly. Zatímco fiskální politika může být stále představena nákladovou funkcí (2), monetární politiku centrální banky lze zapsat následující nákladovou funkcí:

$$(13) \quad L_M = \frac{1}{2} [\alpha_{\pi M}(\pi - \pi^T)^2 + (x - x^*)^2 + \alpha_{gM}(g - g^*)^2]$$

⁷⁰Tamtéž, s 94-100

⁷¹ Holman R., *Makroekonomie-středně pokročilý kurz* (Beckovy ekonomické učebnice, 2. vyd. Praha, 2010) s. 362

Konstanty $\alpha_{\pi M}$ a α_{gM} se mohou lišit od těch, které využívá fiskální autorita a lze pak tedy tvrdit, že například pokud $\alpha_{\pi M} > \alpha_{\pi}$, je centrální banka konzervativní. Jak bylo zmíněno v kapitole 2, ECB má za cíl primárně cenovou stabilitu, což by tedy v předešlé rovnici znamenalo velmi vysokou hodnotu $\alpha_{\pi M}$. Hodnota π^T pak dále určuje inflační cíl centrální banky. Hodnota α_{gM} se bude u ECB pravděpodobně lišit od hodnoty α_g u fiskální autority a to především z toho důvodu, že ECB nemůže pomáhat financovat fiskální autoritu, neboť uplatňuje tzv. „no bail out“ politiku. Tímto tedy může být α_{gM} v případě ECB velmi nízká, případně až nulová.⁷²

Při zkoumání interakce je nezbytné také vycházet z některého z herně-teoretických přístupů, respektive způsobu, jakým na sebe budou jednotlivé autority reagovat. Pokud obě entity jednají simultánně, tedy minimalizují své nákladové funkce najednou, jedná se o dosahování tzv. Nashovy rovnováhy. U tohoto konceptu je chování obou hráčů předem známo a hráči se tak přímo nerozhodují o své budoucí strategii na základě rozhodnutí jiného hráče, ale dospějí do rovnovážného stavu (Nashovy rovnováhy), ze kterého si žádný z hráčů již nemůže své postavení zlepšit. Oproti tomuto konceptu se dnes spíše využívá interakce na základě Stackelbergova modelu, jehož podstata spočívá v tom, že je jeden z hráčů tzv. vůdcem, který předvídá chování svého oponenta a včleňuje do svého rozhodování jeho reakční funkci. V tomto případě se tedy jedná o sekvenční rozhodování.

V případě interakce fiskální a monetární politiky nepadá mezi autory plná shoda na tom, jestli má být Stackelbergovým vůdcem centrální banka nebo vláda. Balboni, Buti a Larch⁷³ nebo Dixit a Lambertini⁷⁴ považují za Stackelbergova vůdce centrální banku, která činí první krok a nastaví tedy svou monetární politiku, na což posléze reaguje fiskální autorita. Naproti tomu Beetsma a Bovenberg⁷⁵ zdůrazňují nemožnost fiskální politiky v krátkém období pružně reagovat na monetární politiku centrální banky. Na rozdíl od centrální

⁷² Favero C., Beetsma R., Tirelli, P., Natale, P., Muscatelli, V.A., Missale, A. „*Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*” (Cambridge University Press 2004), s 94-100

⁷³ Balboni, F., Buti, M., Larch, M. „ECB vs. Council vs. Commission: Monetary and Fiscal Policy Interactions in the EMU When Cyclical Conditions are Uncertain” *European Economy Economic Papers*. (květen 2007) Dostupný z: <https://searchworks.stanford.edu/view/8550093>

⁷⁴ Dixit, A., Lambertini, L. „Interaction of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies” *The American Economic Review* 93.5 (2003) s 1522–1542, Dostupný z: <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp575.pdf>

⁷⁵ Beetsma R. M. W. J., Bovenberg A. L. „Monetary union without Fiscal Coordination May Discipline Policymakers”, *Journal of International Economics* 45 (1998) s 239-258, Dostupný z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199698000312>

banky, která je schopna v režimu cílování inflace poměrně rychle měnit úrokové sazby, vláda svůj deficit/přebytek nastavuje zpravidla jednou ročně. Z tohoto důvodu se pak může stát centrální banka následovníkem a reagovat tak na fiskální politiku vlády.

Beetsma a Bovenberg⁷⁶ ve své studii analyzovaly na základě předchozího modelu (kde $\pi^T = \pi^* = 0$) všechny tři výše zmíněné scénáře (tedy (1) Stackelbergovým vůdcem je centrální banka, (2) Stackelbergovým vůdcem je fiskální autorita, (3) obě entity jednájí simultánně). Za předpokladu, že $K > 0$ dle tohoto modelu, pokud je centrální banka Stackelbergovým vůdcem, měla by být sklon k inflaci⁷⁷ vyšší, než pokud je Stackelbergovým vůdcem fiskální politika. To vychází ze skutečnosti, že centrální banka při stanovování inflačního cíle nezapočítává přímý efekt vyšší inflace na rozpočtové omezení vlády, ale je nucena ho započítat nepřímo skrze reakční funkci vlády.

Předchozí model uvažuje pouze jednu entitu provádějící fiskální politiku. Pro účely analýzy monetární unie je proto třeba ho rozšířit pro více na sobě nezávislých fiskálních autorit, které jednájí vůči jednotné monetární politice. K tomuto lze využít upravenou rovnici centrální banky na základě Beetsma a Bovenberg:⁷⁸

$$(14) \quad L_{CCB} = \frac{1}{2} \left[\alpha_{\pi M} (\pi - \pi^T)^2 + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - x^*)^2 \right],$$

Centrální banka zde přikládá stejnou váhu každé odchylce od potenciačního produktu fiskálních autorit. Pro zjednodušení lze předpokládat, že $\alpha_{\pi M} = \alpha_{\pi}$ a zapsat tak reakční funkci centrální banky takto:

$$(15) \quad \pi = \frac{\alpha_{\pi}}{1 + \alpha_{\pi}} \pi^T + \frac{1}{1 + \alpha_{\pi}} \left[\pi^e + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\tau_i + x^*) \right]$$

⁷⁶ Beetsma R.M.W.J., Bovenberg A.L. „Designing Fiscal and monetary Institutions in a Second-Best World”, *European Journal of political Economy* 13 (2000) s 53-79, Dostupný z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S017626809600033X>

⁷⁷ Z ang. „Inflation bias”

⁷⁸ Beetsma R. M. W. J., Bovenberg A. L. „Monetary union without Fiscal Coordination May Discipline Policymakers”, *Journal of International Economics* 45 (1998) s 239-258, Dostupný z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199698000312>

Beetsma a Bovenberg⁷⁹ při tomto analyzovali situaci, kdy jsou fiskální autority jednotlivých zemí v pozici Stackelbergova vůdce, proto zvýší strategicky daně, což nutí centrální banku ke zvýšení inflace, aby zabránila zvyšování nezaměstnanosti (15), zvýšení peněžní zásoby v ekonomice a následná inflace pak pomáhají snižovat hodnotu stávajícího zadlužení fiskální autority a tedy zvyšovat vládní výdaje. Nicméně je třeba dodat, že se zvyšujícím se počtem zemí se jejich strategická pozice vůči centrální bance snižuje. Nicméně se zvyšující se velikostí monetární unie se zároveň snižuje také obava fiskální autority o ovlivnění inflace skrze vyšší zadlužování, neboť tato má na celkovou inflaci efekt pouze 1 ku n.

Samotnou interakcí mezi fiskální a monetární politikou v rámci podmínek EMU se zabývá studie Balboni, Buti, Larch⁸⁰. Autoři se zaměřili na interakci mezi ECB jakožto představitelem měnové politiky a jako představitele fiskální politiky si namísto samostatných národních států zvolili Evropskou komisi a Radu Evropské unie. Ve studii uvádí, že klíčové je vnímání pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu jednotlivými autoritami. Podle jejich závěrů, i přes to, že ECB sleduje stejný konečný cíl jako představitelé Evropské komise a Rady Evropské unie, může odlišné vnímání hospodářského cyklu vyústit ve změnu rovnovážné úrokové sazby, inflace i fiskálního deficitu. Cooper a Kempf⁸¹ analyzují možnosti vlády reagovat na případné šoky ekonomiky, tedy možnosti provádět proticyklickou politiku za situace, kdy je vláda omezena fiskálním stropem a centrální banka provádí velmi konzervativní měnovou politiku. Podle autorů je tak vláda v případě omezení ve fiskálním deficitu značně omezena v boji proti případným šokům postihujícím ekonomiku. Demertzis⁸² uvádí, že pokud je striktně oddělena monetární a fiskální politika za situace velmi konzervativního provádění monetární politiky centrální bankou, dochází i k politickým implikacím. V takovéto situaci je vytvořen prostor pro vznik více intervencionistických

⁷⁹ Beetsma R. M. W. J., Bovenberg A. L. „Monetary union without Fiscal Coordination May Discipline Policymakers (1998)

⁸⁰ Balboni, F., Buti, M., Larch, M. „ECB vs. Council vs. Commission: Monetary and Fiscal Policy Interactions in the EMU When Cyclical Conditions are Uncertain (květen 2007)

⁸¹ Copper R., Kempf H. „Designing stabilization policy in a monetary union” *National Bureau of economic Research* (březen 2000), Dostupný z: <http://www.nber.org/papers/w7607.pdf>

⁸² Demertzis M., Haller A. J. H., Vegi N. „An independent central bank faced with elected government: A Political Economy Conflict” (1999) Dostupný z: <https://ideas.repec.org/p/dnb/wormem/686.html>

vlád. V empirické studii Melitz⁸³ na základě dat z 19 zemí OECD (včetně 14 zemí EU) mezi lety 1965 a 1995 dochází k tomu, že monetární a fiskální politika mají tendenci pohybovat se opačným směrem. Tedy uvolněná fiskální politika podporuje restriktivní monetární politiku, zatímco uvolněná monetární politika podporuje restriktivní fiskální politiku. Ke stejnému závěru dochází i Wyplosz⁸⁴ či Hagen⁸⁵

⁸³ Melitz J. „Some Cross-Country Evidence about Debt Deficits and Behaviour of Monetary and Fiscal Authorities” *Centre for Economic Policy Research* (1997) Dostupný z: <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/1653.html>

⁸⁴ Wyplosz CH. „Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions” *Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR* (1999), Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/268258881_Economic_Policy_Coordination_in_EMU_Strategies_and_Institutions

⁸⁵Hagen von Jurgen a kol. „Budgetary Consolidation in EMU” University of Bohm, Indiana University, Strathclyde University a *Centre for Economic Policy Research* (březen 2001) Dostupný z: <https://core.ac.uk/download/files/153/6617128.pdf>

4. Řecko a jeho fiskální politika

4.1 Obecná charakteristika

Cílem této podkapitoly není plná analýza příčin řeckého zadlužení ani řecké krize, nicméně považuji za vhodné pro účely této práce uvést stručný kontext situace, ve které se Řecko v době po poslední hospodářské krize nacházelo.

Ekonomicky se Řecko řadí mezi nejvyspělejší země světa, kdy v roce 2015 dosahovalo 64. místa v HDP na osobu.⁸⁶ Přesto je známo chronickými problémy s veřejnými financemi, které vyústily v obrovské státní zadlužení, jehož výše činila k prosinci 2015 176 % HDP, což z Řecka činí po Japonsku druhou nejzadluženější zemi světa.⁸⁷ Řecko nemá problémy s veřejnými financemi pouze v poslední dekádě, ale kvůli vysokému zadlužení zbankrotovalo nejméně pětkrát a to v letech 1826, 1843, 1860, 1894 a naposledy v roce 1992.⁸⁸

Nedostatečné zajištění veřejných financí se znovu projevilo po vypuknutí krize v roce 2008, kdy země potřebovala 28 miliard euro v důsledku nedostatečné likvidity. V roce 2009 se pak proměnila likvidní krize v krizi dluhovou. Marko a Karamitra⁸⁹ považují za spouštěč dluhové krize problémy firmy *DubaiWorld*, díky níž se v lednu 2009 dostala do problémů dubajská vláda, která nemohla plně uspokojit své závazky. Dění na trzích se tedy více nasměřovalo k dostatečnému rozpoznání možnosti defaultu státních dluhopisů. V této době byla novou řeckou vládou zveřejněna velmi špatná situace veřejných financí, která nabývala na významnosti v kontrastu s předešlými, pro Řeckou vládu příznivě upravenými, údaji korigovanými pomocí tzv. kreativního účetnictví. Samotné reálné příčiny neudržitelného řeckého zadlužení (ikdyž jak ukazuje mimo jiné příklad Japonska, ale také odlišné hladiny zadlužení jiných států, které vedly k jejich bankrotu, je velmi obtížné výši (ne)udržitelnosti veřejných rozpočtů stanovit) a s tím související krize, leží

⁸⁶ CIA. „The world Factbook: Country Comparison: GDP per capita” Dostupné z: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>

⁸⁷ Tradingeconomics. „Country List Government Debt to GDP” Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

⁸⁸ Investopedia. „The History of Greek Sovereign Debt Defaults” (2011), Dostupný z: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0911/the-history-of-greek-sovereign-debt-defaults.aspx>

⁸⁹Karamitrou M. Angelos, M. „A FINANCIAL ANALYSIS OF PUBLIC FINANCES IN GREECE” *International Journal of Economics, Commerce and Management* (2014) Dostupný z: http://www.academia.edu/7196994/%CE%91_FINANCIAL_ANALYSIS_OF_PUBLIC_FINANCES_IN_GREECE

mimo jiné v celkových strukturálních problémech země, dlouhotrvajících vládních deficitech, špatném výběru daní, štedrému sociálnímu systému atd. Nicméně jak bylo zmíněno výše, tato práce se jimi explicitně nezabývá. Pro detailnější rozbor viz. například studie autorů Dudina a kol.⁹⁰, kteří výše zmíněné ekonomické příčiny dávají do kontextu i příčin sociologických a historických.

Klíčové je zde připomenout, že si Řecko v květnu roku 2010 bylo nuceno kvůli nadále neudržitelnému stavu veřejných financí půjčit 110 mld. od představitelů eurozóny a Mezinárodního měnového fondu (=MMF). Jednalo se o bilaterální půjčky a úroková míra dosahovala 5 %. V roce 2012 bylo Řecko nuceno přijmout od mezinárodních věřitelů druhý úsporný balíček tentokrát již nikoli prostřednictvím bilaterálních půjček, ale nově vzniklého Evropského nástroje finanční stability. Celková výše půjčky byla stanovena na 164,5 mld. eur. V roce 2015 došlo k přijetí třetího záchranného balíčku ve výši dalších 86 mld. eur. Důležité je zde poznamenat, že půjčky byly a jsou uvolňovány postupně a jsou podmíněny specifickými kroky, které musí řecká vláda učinit. To tedy v podstatě znamená, že aby se země vyhnula bankrotu, byla nucena se v otázkách veřejného rozpočtu do značné míry podřídit požadavkům svých věřitelů.⁹¹

Zadlužení řecké vlády je znázorněno na grafu č. 4. Zde je patrný rychlý růst dluhu téměř o 20 % ze 112,8 % v roce 2007 na 135 % HDP v roce 2009. Data z roku 2011 naznačovala výrazný pozitivní posun, nicméně po snížení ratingu, jehož příčina byla v politické nestabilitě a skutečnosti, že věřitelé Řecka považovali probíhající reformy za nedostatečné, narostl mezi lety 2011 a 2012 řecký dluh z 109,2 % na 164,5 % HDP. V posledních letech se řecký dluh udržuje stále na hodnotách okolo 180 % HDP. Na grafu č. 5 je znázorněn vývoj řeckého deficitu. Z něj je patrné výrazné zasažení hospodářskou krizí a vzhledem ke skutečnosti, že se HDP Řecka mezi lety 2008 a 2015 propadl o přibližně 33 %⁹², čímž se výrazně snížil i výnos z daní, jsou patrné výrazné úspěchy po přijetí záchranných balíčků. Díky nim došlo k výraznému poklesu vládní

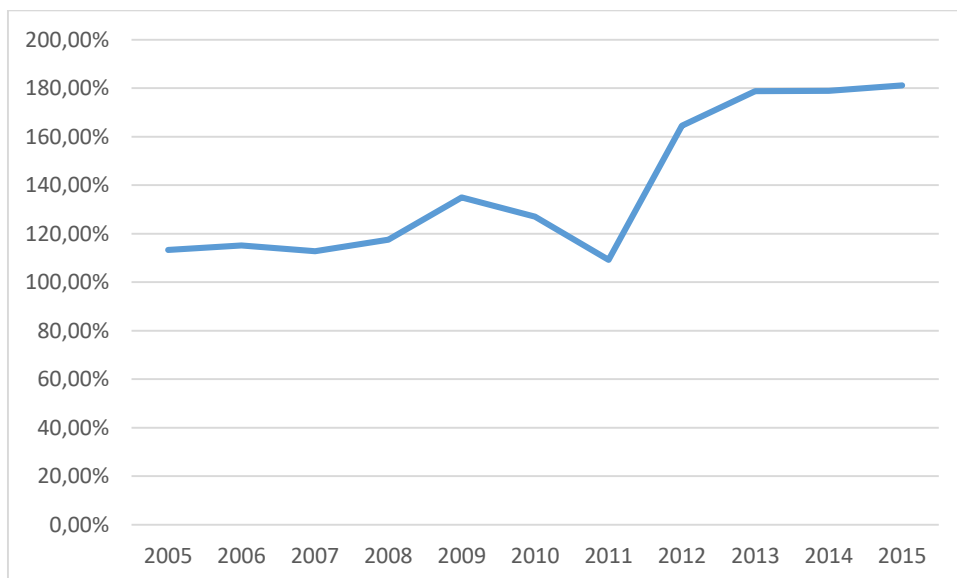
⁹⁰ Dudin, M. N., Gayduk, V. I., Sekerin, V. D., Bank, S. V., & Gorohova, A. E. „Financial crisis in greece: Challenges and threats for the global economy”, *International Journal of Economics and Financial Issues* 6.5 (2016) Dostupný z: <http://search.proquest.com/docview/1836600078?accountid=17203>

⁹¹ European Commission „Economic and Financial Affairs: Financial assistance to Greece” (2016) Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm

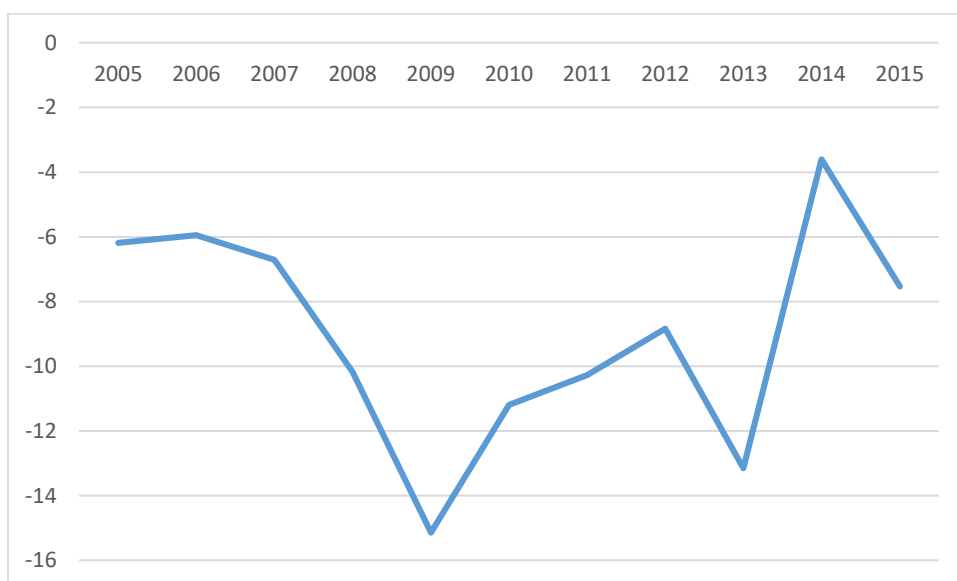
⁹² Tradingeconomics. „Greece GDP per capita” Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/greece/gdp-per-capita>

výdajů, které v roce 2015 činily přibližně 50 % HDP, což je přibližně jejich předkrizová hodnota.

Graf č. 4: Vládní dluh Řecka mezi lety 2005-2015 (v % HDP)⁹³



Graf č. 5: Vládní deficit Řecka mezi lety 2005-2015 (v % HDP)⁹⁴



⁹³ OECD Data, „General government debt” Dostupný z <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm#indicator-chart>

⁹⁴ OECD Data, „General government deficit” Dostupný z <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm#indicator-chart>

V tabulce č. 1 je znázorněn deficit řecké vlády a zdroje jeho financování v roce 2015 a následné predikce až do roku 2018. V této tabulce je třeba si všimnout především skutečnosti, že řecká vláda nemá prozatím přístup na trh, nevydává tedy své vlastní dluhopisy a zdroje jejího financování pochází z velké části od jejích věřitelů.

Tabulka č.1: Schodek vlády a zdroje jeho financování⁹⁵

	2015	2016 pr.	2017 pr.	2018 pr.
A. Výdaje potřebné k pokrytí (1.1+1.2+1.2.+1.3+1.4+1.5)	47,9	18	18,1	7,7
1.1 Primární přebytek/schodek vlády	2,3	0,2	-1,4	-2,6
1.2 Obsluha dluhu	14,3	12,8	18,8	8,3
1.3 Potřeby bankovního sektoru	25	0	0	0
1.4 Ostatní	6,4	5,1	0,8	2,6
B. Zdroje financování (2.1+2.2+2.3)	47,9	18	18,1	7,7
2.1 Přístup na trh	0	0	0	0
2.2 Výnosy z privatizace	1,2	3,6	1,2	0
2.3 Zdroje z bailoutů	46,7	14,2	16,8	7,7

4.2 Dopad kvantitativního uvolňování

Dopadem nekonvenční monetární politiky ECB na výpůjční možnosti bank a vlád se ve své studii zabývá Szczerbowicz⁹⁶. Pomocí regresního modelu dochází k závěru, že intervence ECB (zde je míněn program SMP and OMT) byly velmi efektivní zejména pro země na peripetii eurozóny, kde se podařilo významně redukovat rizikové přírážky vládních dluhopisů. Naopak země s relativně nízkými úrokovými sazbami reagovaly na tyto programy jen mírně. S dopady na snížení spreadů u dluhopisů v reakci na program

⁹⁵ Eurobank. „Greece: State financing gaps, funding sources and the case for debt restructuring” (2015) Dostupné z: https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GreeceMacroMonitor_FocusNotes_Sept2015.pdf

⁹⁶ Szczerbowicz U. „The ECB’s Unconventional Monetary Policies: Have they lowered market borrowing cost for banks and governments?” *RIETI Discussion Paper Series* (2014) Dostupný z: www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/14e008.pdf

SMP se schodují také studie Gytselse⁹⁷ a Pattipeilho⁹⁸. Eser a Schwaaba⁹⁹ pomocí ekonometrického modelu kvantifikovali celkový dopad SMP. Dle jejich závěrů došlo v průměru při nákupu dluhopisů za 1 mld. eur k poklesu výnosnosti pětiletých řeckých dluhopisů o 17 až 21 bp. Stczerbowitz navíc ve své studii dodává, že nákupy aktiv Evropskou centrální bankou mají také významné tzv. spill over efekty. Nákupy dluhopisů nemají dopad pouze na spready z vládních dluhopisů, ale také z ostatních aktiv. Ze studií také nepřímě vyplývá, že tyto reakce ECB do značné míry zmenšují rozdíly v zemích eurozóny a dávají jí tak v tomto ohledu více homogenní charakter.

Z výše zmíněného by se tedy mohlo jevit, že díky snížení výnosnosti vládních dluhopisů v důsledku kvantitativního uvolňování má řecká vláda možnost levnějšího financování svých schodků a tedy menší podněty k potřebným reformám. Někteří ekonomové by samozřejmě za této situace poukazovali na skutečnost, že ECB poskytuje řecké vládě potřebný čas k tomu, aby mohla vláda tyto reformy provést šetrněji a bez příliš rapidního poklesu ekonomiky. Zda-li je v případě Řecka vhodnější provádět tak přísná opatření za cenu rapidního poklesu ekonomiky či tato opatření spíše mírnit, není mezi ekonomy a ostatně ani ekonomickými školami jednoznačná shoda. Zastánci rapidních reforem poukazují na jejich nepopiratelnou potřebnost, což nerozporuje ani naprostá většina jejich odpůrců. Ti nicméně často poukazují na výši řeckého dluhu a jeho vývoj, který se stal kritickým především v posledních letech. Pokud má dojít k jeho konsolidaci, je třeba, aby řecká ekonomika rostla, a s vyšším HDP se bude samozřejmě definičně velikost řeckého zadlužení snižovat i při jeho stávající výši. Úsporná opatření zaváděná Řeckem jsou tedy nezbytná, na druhou stranu tím paradoxně, minimálně v krátkodobém horizontu, zvyšují velikost řeckého dluhu a ta zpětně ovlivňuje úrokové sazby z řeckých dluhopisů. Vztah mezi velikostí vládního zadlužení a úrokovými sazbami z dluhopisů zkoumali ve své

⁹⁷ Ghysels E. Idier, J., Manganelli S., Vergote O. „A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme” ECB: Working Paper Series (únor 2014) Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1642.pdf?1bdb15cbcae0548d98610f8e020f7b5c>

⁹⁸ Pattipeilohy Van den End, Tabbae, Frost, Haan „Unconventional monetary policy of the ECB during financial crisis: An assessment and new evidence.” *Netherland central bank: DNW Working paper* (květen 2013) Dostupný z: http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20381_tcm46-291731.pdf

⁹⁹ Esser F. Schwaab B. „Assessing asset purchases within the ECB’s Securities Markets Programme” *ECB: Working Paper Series* (listopad 2013) Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>

studii například Gruber a Kamin¹⁰⁰, kteří tento vztah na základě panelové regrese dat z let 1988 až 2007 u států OECD potvrdili. Nicméně jak bylo zmíněno v předchozí kapitole, Řecko v současné době nemá přístup na trhy a ve svém financování je zcela závislé na pomoci zahraničních věřitelů. Přestože má tedy kvantitativní uvolňování dopad na úrokovou míru z řeckých dluhopisů, samotná řecká vláda z toho, alespoň prozatím, ve svém financování těžit nemůže.

V souvislosti s odkupem rizikových dluhopisů některé ze zemí v rámci kvantitativního uvolňování vyvstává také otázka, jestli má toto efekt na případný bankrot země. Tímto se zabývá například studie De Grauweho a kol.¹⁰¹ Autoři tu zkoumají obavu, že by v případě bankrotu některého členského státu došlo k situaci, kdy by konečný účet v podobě ztrát z odepsání dluhopisů nesli obyvatelé jiných členských států eurozóny. Tato obava vychází z toho, že ECB nakupuje dluhopisy země s vysokým zadlužením a nezdravými veřejnými financemi a vystavuje se tak riziku, že v případě bankrotu těchto zemí bude muset dluhopisy odepsat, což vyústí ve značnou ztrátu, kterou budou muset dotovat daňoví poplatníci z jiných zemí. Pokud by k tomuto docházelo, prováděla by ECB v podstatě fiskální transfery mezi zeměmi, na což nemá mandát. Oproti této obavě však De Grauwe¹⁰² namítá, že ECB nakoupením dluhopisů provádí v podstatě substituci na straně pasiv veřejného sektoru - CB a vlády. Dochází tedy pouze k nahrazení dluhopisových cenných papírů nesoucí úrok penězi, které podléhají inflačnímu riziku. De Grauwe ve své studii pak uzavírá, že kvantitativní uvolňování v konečném důsledku nevede k rozložení rizika založeného na možném bankrotu některé ze zemí. Ale dochází naopak k pozitivním transferům, které plynou z dluhopisových úroků. To lze demonstrovat na příkladu, kdy vláda s nezdravými financemi musí platit ECB vyšší úrok, který je pak rozdělen na základě kapitálového klíče mezi všechny země. Naopak v případě bankrotu dojde jen k tomu, že tento výnos již nebude ostatními členy inkasován.

¹⁰⁰ Gruber W. J. Kamin S.B. „Fiscal Positions and Government Bond Yields in OECD countries” *Board of Governors of the Federal Reserve system, International Finance Discussion Papers (2010)*. Dostupný z: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1011/ifdp1011.pdf>

¹⁰¹ De Grauwe, P., Ji, Y. „Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers” *VoxEU.org* (2015), Dostupné z <http://www.voxeu.org/article/quantitative-easing-eurozone-itspossible-without-fiscal-transfers>

¹⁰² Tamtéž

Závěr

Cílem této práce bylo analyzovat, jaký dopad má kvantitativní uvolňování ECB na fiskální zodpovědnost Řecka. Ze zkoumaných pramenů je zřejmé, že na možnosti financování Řecka mělo obrovský dopad již přijetí jednotné měny a to v možnosti vysokého zadlužování bez zpětné odezvy v podobě zvýšené rizikové přírážky u emitovaných dluhopisů. V tomto lze tedy spatřovat částečně i důvod současné krize, stejně jako jejího pomalého řešení, neboť Řecko není schopno provést depreciaci své měny.

Fiskální omezení, která měla zaručovat zodpovědnost členských zemí, se ukázala jako nepřilíš úspěšná a to včetně samotných kritérií pro přístup do EMU, jejichž splnění Řecko do značné míry obešlo. Z práce vyplývá, že země EMU by měly tato fiskální pravidla začít vynuocovat striktněji, což by v ideálním případě mělo zabránit situaci, která v Řecku nastala. Nicméně jak bylo zmíněno v kapitole č. 3, tímto by mohlo dojít k tomu, že vlády nebudou schopny reagovat dostatečně pružně na případné hospodářské šoky. Nicméně otázka vhodnosti samotného provádění proticyklické hospodářské politiky, respektive akumulace nabídkových/poptávkových šoků je spornou, především s ohledem na různá časová zpoždění a zájmy politiků, kteří fiskální politiku provádějí.

Samotné kvantitativní uvolňování spojené s nákupem dluhopisů v současné době na fiskální zodpovědnost řecké vlády mít vliv přímo nemůže, neboť ta je z naprosté většiny odkázána na pomoc věřitelů, kteří také svými požadavky do značné míry určují podobu reform, které mají za cíl stabilizovat řecké finance. Nicméně poté, co Řecko opět začne vydávat dluhopisy, jejich odkup centrální bankou v rámci kvantitativního uvolňování (za předpokladu snížení rizikové přírážky, což ale empirické studie naznačují) v podstatě znamená snížení rozpočtového omezení vlády a tedy větší prostor pro případné reformy, stejně tak ale větší prostor řecké vlády pro jejich odkládání.

Zdroje

DĚDEK, O., *Historie evropské měnové integrace: Doba eura.* (Praha: Hlávkovo nadání Praha, 2013)

Favero C., Beetsma R., Tirelli, P., Natale, P., Muscatelli, V.A., Missale, A. „*Monetary Policy, Fiscal Policies and Labour Markets: Macroeconomic Policymaking in the EMU*” (Cambridge University Press 2004)

Holman R., *Makroekonomie-středně pokročilý kurz* (Beckovy ekonomické učebnice, 2. vyd. Praha, 2010)

JÍLEK, J. „*Finance v globální ekonomice I, Peníze a platební styk*” (Grada Publishing, Praha 2013)

JÍLEK, J. „*Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika*” (Grada Publishing, Praha 2013)

Krugman, P. R. *Skoncovat s krizí* (Vyšehrad, vyd. 1. Praha: 2012)

NERUDOVÁ, D. *Harmonizace daňových systémů v zemích Evropské Unie.*(Wolters Kluwer, 3. přepracované vyd. 2010)

ŠIROKÝ, J. *Daně v Evropské unii.* (Linde Praha, 6. akt. vyd. 2013)

Tomšík Vladimír, *Ekonomie a zdravý rozum,* (Fragment, 2011)

Alberola-Ila E., Tyrvainen T. „Is there scope for inflation differentials in EMU?” *Banco de España* (1998), Dostupný z: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeridadas/DocumentosTrabajo/98/Fic/dt9823e.pdf>

Alesina, A., Tabellini, G. „Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies” *Economic Inquiry* 25 (1987) 619-630, Dostupný z: <http://scholar.harvard.edu/alesina/publications/rules-and-discretion-non-coordinated-monetary-and-fiscal-policy>

Apergis, N. „The domestic Balassa–Samuelson effect of inflation for the Greek economy” *Applied Economics* 45.23, Dostupný z: <https://www.ebscohost.com>

Balboni, F., Buti, M., Larch, M. „ECB vs. Council vs. Commission: Monetary and Fiscal Policy Interactions in the EMU When Cyclical Conditions are Uncertain” *European Economy Economic Papers.* (květen 2007) Dostupný z: <https://searchworks.stanford.edu/view/8550093>

Bargain O., Dolls M., Siegloch S. a kol. „Fiscal union in Europe? Redistributive and stabilizing effects of a European tax-benefit system and fiscal equalization mechanism”, *Economic Policy* 28.75, s 375-422, Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2294271

Beetsma R.M.W.J., Bovenberg A.L. „Designing Fiscal and monetary Institutions in a Second-Best World”, *European Journal of political Economy* 13 (2000) s 53-79, Dostupný z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S017626809600033X>

Beetsma R. M. W. J., Bovenberg A. L. „Monetary union without Fiscal Coordination May Discipline Policymakers”, *Journal of International Economics* 45 (1998) s 239-258, Dostupný z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199698000312>

CIA. „The world Factbook: Country Comparison: GDP per capita” Dostupné z: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>

Copper R., Kempf H. „Designing stabilization policy in a monetary union” *National Bureau of economic Research* (březen 2000), Dostupný z: <http://www.nber.org/papers/w7607.pdf>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o finanční stabilitě 2013/2014 (2014) Dostupný z: http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2013-2014/index.html

De Grauwe, P., Ji, Y. „Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers” *VoxEU.org* (2015), Dostupné z <http://www.voxeu.org/article/quantitative-easing-eurozone-itspossible-without-fiscal-transfers>

Demertzis M., Haller A. J. H., Vegi N. „An independent central bank faced with elected government: A Political Economy Conflict” (1999) Dostupný z: <https://ideas.repec.org/p/dnb/wormem/686.html>

Dixit, A., Lambertini, L. „Interaction of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies” *The American Economic Review* 93.5 (2003) s 1522–1542, Dostupný z: <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp575.pdf>

Dudin, M. N., Gayduk, V. I., Sekerin, V. D., Bank, S. V., & Gorohova, A. E. „Financial crisis in greece: Challenges and threats for the global economy”, *International Journal of Economics and Financial Issues* 6.5 (2016) Dostupný z: <http://search.proquest.com/docview/1836600078?accountid=17203>

ECB. „Covered bond purchase programme completed” (2010), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>

ECB. „Informace o Evropské centrální bance: Generální rada” Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

ECB. „Informace o Evropské centrální bance: Rada dohledu” Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

ECB. „Inflation dashboard: The Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>

ECB. „Smlouva o Evropské unii a smlouvy o založení Evropského společenství” (29. prosinec 2006), Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/ce32120061229cs00010331.pdf>

ECB. „The Eurosystem's instruments” Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>

Eichengreen, Barry a kol. „The Stability Pact: More Than a Minor Nuisance?” *Economic Policy* 13.26, (1998): 65–113, <http://www.jstor.org>

Eurobank. „Greece: State financing gaps, funding sources and the case for debt restructuring” (2015) Dostupné z: https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GreeceMacroMonitor_FocusNotes_Sept2015.pdf

EUR-Lex „Nařízení Rady (ES) č. 146/97” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997R1467&from=CS>

EUR-Lex „Nařízení Rady (ES) č. 1466/97” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997R1466&from=CS>

EUR-Lex „Official Journal of the European Communities” Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, (2. srpen 1997), Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1997:236:FULL&from=EN>

EUR-Lex „Směrnice Rady 2003/49/ES” (26. květen 2003) Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0049&from=CS>

EUR-Lex „Směrnice Rady 2006/112/ES” (11. prosinec 2006) Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:347:0001:0118:cs:PDF>

EUR-Lex „Směrnice Rady 2011/16/EU ze dne 15. února 2011 o správní spolupráci v oblasti daní a o zrušení směrnice 77/799/EHS” (11. březen 2011), Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:064:FULL:CS:PDF>

EUR-Lex „Směrnice Rady 92/77/EHS” Dostupný Z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31992L0077&from=CS>

EUR-Lex, „Společný systém zdanění: fúze, rozdělení, převod aktiv, výměna akcií a přemístění sídla evropské společnosti nebo evropské družstevní společnosti”, Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=URISERV%3A126039>

EUR-Lex „Statut evropské družstevní společnosti” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:126018>

EUR-Lex „Statut evropské společnosti” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=uriserv:126016>

EUR-Lex „ŠESTÁ SMĚRNICE RADY” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31977L0388&from=CS>

EUR-Lex „Zdanění příjmů z úspor” Dostupný z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=URISERV%3A131050>

European Commission „Communication from the commission: A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union Launching European debate” (30.11.2012),

Dotupný z: http://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/11/pdf/blueprint_en.pdf

European Commission „Five Presidents’ Report sets out plan for strengthening Europe’s Economic and Monetary Union as of 1 July 2015” (22. června 2015) Dostupný z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_en.htm

European Commission „Economic and Financial Affairs: Financial assistance to Greece” (2016) Dostupný z: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm

European Commission, „The multiannual Financial Framework 2014-2020 – Frequently Asked Questions” (Brusel, 19. listopad 2013), Dostupný z: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-1004_en.htm

European Commission „TREATY ON STABILITY, COORDINATION AND GOVERNANCE IN THE ECONOMIC AND MONETARY UNION” Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_DOC-12-2_en.htm

Esser F. Schwaab B. „Assessing asset purchases within the ECB’s Securities Markets Programme” *ECB: Working Paper Series* (listopad 2013) Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>

EUROSKOP „Smlouva o Evropské Unii” Dostupný z: http://www.euroskop.cz/gallery/2/758-smlouva_o_eu_puvodni_verze.pdf

Fabbrini F., „Taxing and Spending in the Euro Zone: Legal and Political Challenges Related to the Adoption of the Financial Transaction Tax”, *University of Copenhagen, European Law Review* 39, (15. březen 2015), Dostupný z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2578710

Ghysels E. Idier, J., Manganelli S., Vergote O. „A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme” *ECB: Working Paper Series* (únor 2014) Dostupný z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1642.pdf?1bdb15cbcae0548d98610f8e020f7b5c>

Gruber W. J. Kamin S.B. „Fiscal Positions and Government Bond Yields in OECD countries” *Board of Governors of the Federal Reserve system, International Finance Discussion Papers* (2010). Dostupný z: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1011/ifdp1011.pdf>

Hagen von Jurgena kol. „Budgetary Consolidation in EMU” *University of Bohm, Indiana University, Strathclyde University a Centre for Economic Policy Research* (březen 2001) Dostupný z: <https://core.ac.uk/download/files/153/6617128.pdf>

CHARI V.V., KEHOE P.J. „The time inconsistency and free-riding in monetary union” (*National Bureau of Economic Research*, Cambridge, 2002), Dostupný z: <https://www.minneapolisfed.org/research/sr/sr308.pdf>

Investopedia. „The History of Greek Sovereign Debt Defaults” (2011), Dostupný z: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0911/the-history-of-greek-sovereign-debt-defaults.aspx>

Joyce, M., Miles, D., Scott, A., Vayanos, D. „Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction” *The Economic Journal* (2012) 271-288, Dostupný z: http://personal.lse.ac.uk/vayanos/Papers/QEUMCI_EJ12.pdf

Karamitrou M. Angelos, M. „A FINANCIAL ANALYSIS OF PUBLIC FINANCES IN GREECE” *International Journal of Economics, Commerce and Management* (2014) Dostupný z:

http://www.academia.edu/7196994/%CE%91_FINANCIAL_ANALYSIS_OF_PUBLIC_FINANCES_IN_GREECE

Kenen P., „The theory of optimum currency areas: an eclectic view”, *Monetary problems of international economy* (1969): 41-60

Kopřiva, J. „Harmonizovaný základ daně v EU – konec daňové konkurence v EU” *Masarykova univerzita*, (2011), Dostupný z: <http://www.law.muni.cz/sborniky/Days-of-public-law/files/pdf/sprava-finance/Kopriva.pdf>

Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A., „The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy” *Brookings Papers on Economic Activity* (2011) 215-287, Dostupný z: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/2011b_bpea_krishnamurthy.pdf

Libich J., Hallett H. A., Stehlík P. „Monetary and Fiscal Policy Interaction with Various Degrees of Commitment” *La Trobe University and CAMA, George Mason University and University of St Andrews, University of West Bohemia*, (2014), Dostupný z: <https://www.aeaweb.org/aea/2012conference/program/retrieve.php?pdfid=162>

Lobotka, M. „ECB: Kvantitativní uvolňování neumírá” (2016), Dostupný z: <http://www.investicniweb.cz/2016/10/27/ecb-kvantitativni-uvolnovani-neumira/>

McKinnon I. R., „Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review* 53.4 (1963): 717-725, Dostupný z: <http://jstor.org>

Melitz J. „Some Cross-Country Evidence about Debt Deficits and Behaviour of Monetary and Fiscal Authorities” *Centre for Economic Policy Research* (1997) Dostupný z: <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/1653.html>

Mundell R. A., „A Theory of Optimum Currency Areas”, *The American Economic Review* 51.4, American Economic Association, (1961): 657-665, Dostupný z: <http://jstor.org>

OECD Data „Long-term interest rates” Dostupný z <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>

OECD Data „General government debt” Dostupný z <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm#indicator-chart>

OECD Data, „General government deficit” Dostupný z
<https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm#indicator-chart>

OECD Statistics „Total tax revenue statistics” Dostupný z:
<https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV>

Pattipeilohy Van den End, Tabbae, Frost, Haan „Unconventional monetary policy of the ECB during financial crisis: An assessment and new evidence.” *Netherland central bank: DNW Working paper* (květen 2013) Dostupný z:
http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20381_tcm46-291731.pdf

Sargent J. T., Wallace, N. „Some unpleasant Monetarist Arithmetic: Disctrict Conditions” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5.3 (1981). Dostupný z:
<https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>

Szczerbowicz U. „The ECB’s Unconventional Monetary Policies: Have they lowered market borrowing cost for banks and governments?” *RIETI Discussion Paper Series* (2014) Dostupný z: www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/14e008.pdf

Tradeconomics. „Country List Government Debt to GDP” Dostupné z:
<http://www.tradeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

Tradeconomics. „Greece GDP per capita” Dostupné z:
<http://www.tradeconomics.com/greece/gdp-per-capita>

Uhlig Harald, „One money, but many fiscal policies in Europe: what are the consequences?” *Humboldt University Berlin*, (3. duben 2002), Dostupný z:
https://www.wiwi.hu-berlin.de/de/professuren/vwl/wipo/research/2002/uhlig_2002_one-money-many-fiscal.pdf

Van Rompuy H. „Towards a genuine economic and monetary union ” (5. prosinec 2012), Dostupný z:
https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

Wyplosz CH. „Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions” *Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR* (1999), Dostupný z:
https://www.researchgate.net/publication/268258881_Economic_Policy_Coordination_in_EMU_Strategies_and_Institutions

Zsolt, D, Hutil, P. „Negative ECB deposit rate: But what next?” (5. květen 2014) Dostupný z: <http://bruegel.org/2014/06/negative-ecb-deposit-rate-but-what-next/>