

STŘEDOŠKOLSKÁ ODBORNÁ ČINNOST

Obor SOČ: 13. Ekonomie a řízení

Problémy a možná reforma Hospodářské a měnové unie

**Problems and possible reform of the Economic and
Monetary Union**

Autor: Jan Žemlička

**Škola: VOŠ a SPŠE Plzeň, Koterovská 828/85, 326 00
Plzeň**

Kraj: Plzeňský kraj

Konzultant: Ing. Jana Bejčková

Nevřeň: 2016

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou práci SOČ vypracoval samostatně a použil jsem pouze podklady uvedené v seznamu vloženém v práci SOČ.

Prohlašuji, že tištěná a elektronická verze soutěžní práce SOČ jsou shodné.

Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této práce v souladu se zákonem č.121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů v platném znění.

V Nevřeni 10.2. 2016

.....

Jan Žemlička

Poděkování

Děkuji paní učitelce Ing. Janě Bejčkové, panu učiteli Ing. Milanu Holubovi a v neposlední řadě Bc. Tomáši Frömmelovi za užitečné rady a připomínky, které mi během mé práce poskytovali.

Anotace

"Krise eura" je jedním z hlavních mediálně politických témat poslední půldekády. Tato práce si dává za cíl analyzovat reálnou situaci zbavenou mediální nálepky, poukázat na příčiny těchto problémů a navrhnout možné řešení této situace formou změny primárního práva Evropské unie.

Klíčová slova: Banky, centrální banka, Evropská centrální banka, primární právo, reforma, měna, úroková sazba, inflace, úvěrová expanze, asymetrie

Annotation

The "Euro-crisis" is one of the main media-political topics of the last half-decade. This paper is aimed to analyze the real situation behind the media image and propose possible solution in the form of the European Union-treaty amendment.

Key words: Bank, central bank, European Central Bank, primary law, currency, reform, interest rate, inflation, credit expansion, asymmetry

Obsah

Úvod.....	7
Krise eurozóny.....	8
Příčiny krize eurozóny.....	17
Kritika řešení krize eurozóny.....	23
Návrh reformy hospodářské a měnové unie.....	26
Dodatek:.....	39
Závěr.....	54
Použitá literatura a zdroje:.....	57

Úvod

Téma “Krise eurozóny” jsem si vybral, protože mě skutečně zajímá a zároveň okolo něj koluje dle mého názoru neuvěřitelné množství polopravd, omylů a mýtů a taktéž jedná se o téma skutečně extrémně medializované.

Velmi zajímavě slučuje klasickou makroekonomii s měnovou teorií, politologií, do jisté míry sociologií a má značný historický přesah.

Chtěl bych v rámci této práce poukázat na fundamentální problémy Hospodářské a měnové unie bez mediální nálepky a zobecňování a zároveň navrhnout možné řešení.

Krise eurozóny

Základní povědomí o problému zvaném "Evropská dluhová krize", "Krise eurozóny" či "Řecko" má asi každý, přesto je vhodné v krátkosti rekapitulovat, co se v posledních sedmi letech vlastně stalo.

Panuje obecná shoda, že světová krize začala dne 29. července 2006, kdy Federální rezervní systém opětovně zvedl základní úrokovou sazbu, ačkoli z ekonomiky přicházela rozporuplná data ohledně hypotečního trhu.

Zkrátka a jednoduše, došlo k přehřátí a přeúvěrování trhu s nemovitostmi v USA, včetně takzvaného sub-prime problému¹ a následné sekuritizaci² těchto dluhů, která umožnila, že místo "běžného" scénáře pádu relativně omezeného počtu bank zabývajících se hypotečními úvěry se problém rozšířil i na velké investiční banky z Wall Street, následně do londýské City,... Problematiku sekuritizace hypotečních úvěrů podrobně popsal Vlad Edner na serveru Finmag.cz³.

Zvýšení sazeb FEDem bylo tou příslovečnou "poslední kapkou", která spustila lavinu. Zvýšení sazeb centrální bankou se totiž promítne do sazeb na mezibankovním trhu, což negativně ovlivní (prodraží) schopnost bank operativně si vypůjčovat nezbytnou likviditu, navíc to znamená zvýšení rizika defaultu⁴ jednotlivých dlužníků, zvláště pak takzvaných sub-prime.

V takovéto situaci už stačí pouze drobnost, například pád některé z nejhůře řízených bank či to, že vejde v obecné povědomí fakt, že ratingové agentury⁵ neodvedly svoji práci zrovna příkladně. Pak následuje totální "zamrznutí" mezibankovního trhu, které je v podstatě likvidační pro většinu institucí pracujících s velkým koeficientem takzvané finanční páky (leverage efekt), tedy investují vypůjčené peníze. Jelikož velké investiční banky operovaly s leverage hodnotou přesahující 1:50, krize likvidity je zasáhla opravdu silně. Řetězový kolaps finančního systému ve stylu Velké deprese 30. let zejména zásah Federálního rezervního systému, nejprve programy TAF a TSLF, později kontroverzní program PDCF⁶, během kterého FED poskytl systémově důležitým institucím půjčky o kumulované výši 8,95 bilionu dolarů.

1. Problém s poskytováním hypoték nebonitním klientům

2. Pojem sekuritizace označuje proces, kterým se z určitého aktiva (nejčastěji hypoteční, spotřebitelské či korporátní úvěry) vytvářejí obchodovatelné cenné papíry.

3. <http://finmag.penize.cz/ekonomika/265592-uverova-krize-a-jeji-priciny-vi-umis-se-podepsat-tumas-hypoteku!> [online] 9.2. 2016

4. Bankrotu

5. Ratingové agentury jsou společnosti zabývající-se hodnocením spolehlivosti jednotlivých subjektů a aktiv.

6. V programech TAF a PDCF poskytoval FED likviditu bankovnímu systému, v programu TSLF pak dluhopisy. FED taktéž v rámci měnových swapů poskytoval dolarovou likviditu Evropské centrální bance a Švýcarské národní bance.

Spojené státy, navzdory obecným panikařským a antiamerickým vizím ve světovém tisku přestály krizi poměrně hladce a to díky kombinaci neortodoxní finanční politiky a nečekaným růstovým impulzům.

Operace TARP a Maiden Lane⁷, i přes značné finanční náklady očistila banky a další systémové instituce od takzvaných toxických aktiv (zejména sekuritizované sub-prime hypotéky a jejich deriváty) a v některých případech byl stát nucen tyto instituce přímo rekapitalizovat či poskytnout záruky pro převzetí jejich konkurencí. Tento postup s sebou nese poměrně nezanedbatelné problémy, zejména faktor morálního hazardu, ale ve srovnání s možností kompletního zhroucení finančního systému a jeho dopady na reálnou ekonomiku se jeví relativně přijatelně, navíc dnes je již známo, že tyto operace nakonec přinášejí mírný čistý zisk, díky zotavení na trhu s nemovitostmi a uklidnění paniky.

K oživení ekonomiky USA tyto zásahy FEDu a Ministerstva financí samozřejmě napomohly, bankovní krize a ekonomický růst se navzájem vylučují, ale hlavní zásluha na hospodářském oživení v USA se obvykle přisuzuje třem faktorům: Obamův investiční balíček a obecně velmi uvolněná fiskální politika federální vlády, kvantitativní uvolňování⁸ FEDu a v neposlední řadě boom těžby ropy a zemního plynu z břidlicových hornin.

O problematice řešení ekonomické a finanční krize v USA by se toho dalo napsat mnoho, shrnu to tedy takto: ekonomika Spojených států amerických prošla hospodářskou a finanční krizí celkem úspěšně, ačkoli mnohé problémy zůstaly nedořešené (například nárůst státního dluhu, ačkoli to není tak dramatické, jak to bývá obvykle podáváno, většinu vládního dluhu USA drží Federální rezervní systém a další federální agentury, růst byrokracie a regulace ekonomiky, problém nízkého růstu reálných mezd,...) může být vzorem či inspirací, jak řešit závažné ekonomické krize.

Evropa, zejména pak eurozóna byla krizí přes počáteční optimismus zasažena podstatně závažněji. Světová finanční a hospodářská krize posloužila jako roznětka. Negativně ovlivnila více-méně všechny evropské ekonomiky, "nejslabším článkem" se z dnešního pohledu nepřekvapivě stalo Řecko.

Ekonomická krize takového rozměru prakticky vždy ovlivní v podstatě celý svět, lidé a firmy neutrácejí a šetří pro případ nouze. Řecká ekonomika je velmi závislá na sektoru turismu a námořní přepravě. Tyto oblasti ekonomiky bývají krizí zasaženy obzvláště silně (turismus je výdaj snadno zbytný a obchod zaznamenává vždy během krize značný pokles).

Řeckou ekonomiku tudíž postihlo zpomalení dvou klíčových odvětví najednou, to samozřejmě

7. Operace během kterých Federální rezervní systém a vláda Spojených států vykupovala od bank problematická aktiva.

8. Nákup aktiv, v tomto případě státních dluhopisů a sekuritizovaných hypoték centrální bankou za nově emitované peníze.

citelně zasáhlo daňové příjmy řecké vlády.

Fiskálně zdravá vláda může takový úder přežít, ovšem řecká vláda byla již tou dobou silně zadlužená následkem přibližně tři desetiletí trvající expanzivní fiskální politiky, zvláště výrazné v posledním desetiletí (po vstupu do eurozóny) a v roce 2009 si potřebovala na finančních trzích vypůjčit pro krytí deficitu veřejných financí celkem $36 \cdot 10^9$ eur. Důvěra finančních trhů byla již velmi oslabena výší řeckého dluhu ($126\% \text{HDP}$ v roce 2009), dynamikou jeho nárůstu ($23 \cdot 10^9$ eur v roce 2008), probíhající krizí a ostatními faktory, jako hlubokým deficitem řeckého zahraničního obchodu, již zmiňovaná struktura řecké ekonomiky a v neposlední řadě odhalení manipulace se statistickými údaji týkajícími se zejména výše státního dluhu.

V roce 2010 byla řecká vláda nucena pro odvrácení platební neschopnosti žádat o úvěr členské státy Evropské unie a Mezinárodní měnový fond (celkem $110 \cdot 10^9$ eur). Kvůli vlivu odborů a dalších nátlakových skupin nebyla řecká vláda schopna a ochotna příliš rychle snižovat deficit rozpočtu a tak v roce 2011 vystoupal na $171\% \text{HDP}$ a vláda musela žádat MMF o další úvěr ve výši $130 \cdot 10^9$ eur (včetně prostředků na rekapitalizaci bank). Balíček byl schválen v únoru roku 2012, kromě tohoto úvěru byl dohodnut i částečný bankrot Řecka (všichni soukromí držitelé řeckých dluhopisů přistoupili na snížení úrokových sazeb a odpuštění $53,5\%$ dluhu). Na oplátku se řecká vláda zavázala provádět dalekosáhlé strukturální reformy a privatizaci.

Během následujících tří let Řecko postupně snižovalo svůj rozpočtový deficit (z $36 \cdot 10^9$ eur v roce 2009 na $5 \cdot 10^9$ eur v roce 2014). To se samozřejmě neobešlo bez masových stávek a podobných problémů a s tím spojené politické nestability, protože fiskální konsolidace během sestupné části hospodářského cyklu nevyhnutelně prohlubuje krizi.

Kvůli pokračování (byť omezené) deficitní politiky řecké vlády a poklesu HDP vzrostl ukazatel dluhu ze $157\% \text{HDP}$ v roce 2012 na $180\% \text{HDP}$ v roce 2015. Dynamika HDP se vrátila k mírnému růstu v roce 2014.

Další kolo "Řecké krize" započalo v zimě roku 2014, kdy se zdálo, že je Řecko již z nejhoršího venku.

Kvůli politickým neshodám došlo v Řecku k předčasným volbám, které vyhrála koalice komunistických a extrémně levicových stran SYRIZA vedená Alexisem Tsiprasem a známým levicovým ekonomickým publicistou Janisem Varufakisem prosazujícím zrušení úsporných opatření, rozsáhlé sociální programy, zastavení privatizace, progresivní zdanění fyzických osob a navýšení korporátní daně, zvýšení minimální mzdy,...

Pro financování těchto programů chtěla SYRIZA dosáhnout zejména odpuštění podstatné části dluhů mezinárodními věřiteli (zejména Evropská unie reprezentovaná fondy EFSF, ESM a Evropskou centrální bankou a Mezinárodní měnový fond).

Proti tomuto požadavku se vzedmul velmi silný odpor (MMF z podstaty věci nesmí odpouštět dluhy a ostatní státy Eurozóny vedené Německem, Nizozemskem a Finskem přispívající kapitálem a zárukami do fondů ESM a EFSF samozřejmě odmítly odpis dluhů s přihlédnutím k faktoru morálního hazardu a domácímu veřejnému mínění).

V reakci na horšící se stav řeckých veřejných financí došlo k poměrně markantnímu růstu úrokových sazeb dluhopisů řecké vlády a mohutnému odlivu kapitálu (odliv deposit z bank a burzovní pokles).

Řecké banky přežívaly jen díky dodávkám likvidity z nouzového programu ELA⁹ poskytovaného Evropskou centrální bankou, který má ale určité limity co se týče objemu a splnění určitých podmínek (například bankrot dotyčného státu tento program v podstatě znemožňuje).

Řecká vláda byla nakonec postavena před volbu, buď přijmout podmínky věřitelů, nebo bankrot.

Řecko získalo "prestižní" prvenství první země vyspělého světa, které nezaplatila včas splátku Mezinárodnímu měnovému fondu.

Tsiprasova vláda se nakonec rozhodla podmínky věřitelů přijmout (Pomineme okolnosti bruselských summitů do časných raních hodin, referendum, předčasné volby,...) a dle všech ukazatelů se tak opět zdá, že Řecko (ač velmi pomalu)směřuje k "lepším zítřkům".

Bohužel, "Krise eura" neobnáší pouze Řecko.

Vznikla poměrně populární zkratka PIIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko, Španělsko).

Ve zkratce:

Situace v Portugalsku se v mnohém podobala té v Řecku. Nekonkurenceschopný průmysl, z toho vyplývající pasivní platební bilance, veřejné zadlužení a určitá nemovitostní bublina. Obdobně jako v Řecku přeregulovaný pracovní trh a přeregulovaná ekonomika. Portugalsku se okolo roku 2012 říkalo "Řecko v menším". Situace v Portugalsku se od té Řecké lišila pouze v míře (Portugalská ekonomika nevykazovala tak extrémní defekty) a v přístupu vlády (Portugalská vláda přistupovala k problému a k mezinárodním věřitelům (Troika) podstatně lépe). Celkový objem nouzových půjček Portugalsku činí $76,8 \cdot 10^9$ eur. Dnes je Portugalsko již více než rok mimo záchranný program a vykazuje sice pozvolné, ale stálé oživení. Jeho veřejný dluh se stabilizoval a vykazuje velmi mírný pokles. Situaci komplikuje zejména současná politická nejistota. Obecně se dá odvodit, že portugalskému oživení napomohla zejména uvolněná měnové politika Evropské centrální banky a oživení ostatních ekonomik zapříčiněné zejména levnými energiemi. Portugalské hospodářské reformy byly poměrně rozsáhlé, ale na otázku, zda jsou dostatečné přinese odpověď asi až další ekonomická krize.

9. Nouzový mechanismus přísunu likvidity poskytovaný Evropskou centrální bankou.

Situace v Itálii je složitější. Itálie je s dluhem ve výši 2,5 bilionu eur jedním z největších emitentů dluhopisů na světě. EU tudíž u Itálie uplatnila princip "Too big to fail"¹⁰ a Evropská centrální banka začala provádět kontroverzní intervenční nákupy státních dluhopisů jižního křídla Eurozóny (zejména Itálie). Tento program se setkal se silným odporem Německa daným tradicí konzervativní měnové politiky Bundesbanky. Intervence stlačily úrokové sazby dluhopisů italské vlády hluboko pod nebezpečnou hranici 7% p.a. Itálie postupně snižuje rozpočtový deficit a provádí (velmi) pozvolné reformy pracovního trhu. Situace se v poslední době zdá stabilní, ale z větší části se to dá přičítat hospodářskému oživení daném poklesem cen energií a extrémně uvolněnou měnovou politikou Evropské centrální banky. Skutečnou zkouškou toho, zda italská vláda vzala reformy skutečně za "správný konec" či si spíš dopřála siestu bude některá z příštích krizí. Každopádně, Itálie nebyla skutečně v katastrofální situaci jako ostatní členové klubu PIIGS. Itálie (zejména sever Itálie) má stále silný konkurenceschopný průmysl, čtvrté největší zlaté rezervy na světě (2451 tun), skutečně silný turistický průmysl (nejen běžný "plážový turismus" ale i nezanedbatelné množství památek, v Itálii (ve Vatikánu) také sídlí ústředí Katolické církve, což přináší také své ovoce), Itálie disponuje určitou aurou důvěryhodnosti a v neposlední řadě guvernérem Evropské centrální banky (pravděpodobný důvod, proč Itálie byla "zachráněna" diskrétně Evropskou centrální bankou bez potupné nutnosti zařazení-se do záchraného programu), italské domácnosti disponují ve srovnání se zbytkem EU vysoce nadprůměrným bohatstvím a bankovní systém v Itálii je na poměry eurozóny dosti stabilní. Itálie se zkrátka dostala do problémů co se týče toho, že finanční trhy začaly úroveň jejího zadlužení a dynamiku jeho vývoje za velmi problematickou a pak ji přátelé z Evropské centrální banky vytáhli z problému. Itálie neprošla žádnou hlubší katarzí. Účinnost italských reforem je velká neznámá, ale když uvážíme běžné standardy politiky v Itálii, myslím, že si Montiho a Renziho vlády zaslouží alespoň plus za snahu.

Situace Irska a situace Španělska jsou si do určité míry podobné, minimálně sdílí hlavní příčinu krize. Je jí bankovní a nemovitostní bublina. Španělsko a Irsko byly po vstupu do eurozóny vystaveny velmi nízkým úrokovým sazbám (Evropská centrální banka tou dobou udržovala sazby nízko, zejména kvůli churavějící ekonomice Německa) podpořenými "Euro-euforií". Výsledkem byl epochální příliv peněz ve formě zejména úvěrů do nemovitostí. Pro ilustraci, v období těsně před vypuknutím krize aktiva irských bank dosahovaly hodnoty 450% Irského HDP! To samozřejmě vede k investičnímu boomeru, jaký můžeme například v posledním desetiletí pozorovat v Číně. Ceny nemovitostí, ať už rezidenčních, nebo komerčních rostou "do stratosféry", tím pádem jsou ještě hodnotnějším kolaterátem pro další hypotéky, což opět povzbuzuje ceny nemovitostí,... Je to systém s kladnou zpětnou vazbou. Kolotoč se otáčí až do stádia, kdy ceny nemovitostí a úroveň dluhů v ekonomice dosáhnou kritické hodnoty, poté stačí nějaký větší úder (například světová krize) a dojde ke kolapsu, kdy naopak kladná zpětná

10 "Příliš velký/velká na to aby padnul/la". Tento pojem se používá pro označení zejména bank, jejichž pád by vyvolal "řetězovou reakci". Bývají v případě vážných problémů sanovány vládou či centrální bankou.

vazba působí proti ekonomice. V takové situaci dochází k opačnému jevu. Lidé a firmy kvůli krizi přestávají být schopni splácet hypotéky, tudíž banky zpřísňují podmínky pro poskytnutí dalších úvěrů, z čehož vyplývá pokles cen nemovitostí (prasknutí bubliny, mnoho subjektů se snaží nemovitosti prodat a realizovat zisk, což vzhledem k nízké likviditě nemovitostního trhu vede k jeho markantnímu propadu). To samozřejmě znamená výrazný problém pro stavebnický průmysl a jeho zaměstnance, kteří také zpravidla splácí hypotéku, takže opět dojde k bankrotům.

Banky se dostávají do situace, kdy poměrně značná část dlužníků nezvládá splácení. Hypotéky jsou zajištěny dotýčnými nemovitostmi. Jenže v banky potřebují pro pokrytí ztrát likvidní peníze a tak se snaží dané nemovitosti rychle prodat. Jinými slovy tlačí jejich cenu ještě níže. Výsledkem je to, že vznikají skutečně velké ztráty a banky zpravidla nemají dost kapitálu pro jejich pokrytí. V návaznosti na to následují "runy na banku", jelikož se široká veřejnost obává řešení krize způsobem "bail-in"¹¹. Ke kapitálové krizi se přidává krize likvidity.

Irsko i Španělsko se v roce 2010 dostalo do situace komplexního kolapsu bankovního systému a s ním spojené hospodářské recese. V menším měřítku se tento scénář opakoval i v Belgii či Slovinsku.

Vlády byly nuceny po vzoru USA vyčistit své bankovní systémy, grantovat depozita a Evropská centrální banka poskytla bankám zejména během operací LTRO¹² přibližně jeden bilion eur za velmi výhodných podmínek.

Na rozdíl od USA, situaci Irska a Španělska byla výrazně zkomplikována několika specifickými faktory.

Irské bankovníctví bylo v době začátku krize v poměru k objemu ekonomiky nesrovnatelně mohutnější (okolo 450% Irského HDP). Za takových podmínek je bail-out prakticky mimo možnosti vlády. Ta Irská byla také nucena žádat o pomoc Mezinárodní měnový fond a Evropskou unii. Celkem obdržela nouzové půjčky ve výši 68,2 miliard eur. Irský státní dluh stoupl z 64% HDP v roce 2009 na 122% HDP v roce 2012 (k roku 2014 poklesl na 110% HDP).

Španělsko se potýkalo s problémem jiného druhu. Jeho bankovní sektor, ač značně naduřelý nedosahoval tak exscesivních rozměrů jako v Irsku. Španělským problémem byl (a do značné míry stále je) extrémě regulovaný trh práce, který prakticky kompletně znemožňoval firmám dle stavu ekonomiky nabírat a propouštět zaměstnance, což vede k chronickému problému s vysokou nezaměstnaností (zejména mladé generace, která si ještě nestihla vydobýt

11. "Vnitřní záchrana". Opak postupu "bail-out", kdy banku zachraňuje stát či centrální banka nákupem jejich akcií. Procedura "bail-in" zahrnuje odpis části vkladů či jejich přeměnu v kapitál (akcie) banky. Pojem "bail-out" se používá i pro popis situace, kdy Mezinárodní měnový fond či jiné nadnárodní instituce poskytují státu v těžké finanční situaci nouzový úvěr.

12. Dlouhodobé repo operace, v podstatě dlouhodobé půjčky zajištěné cennými papíry, obvykle státními dluhopisy.

"odborářský" statut téměř nepropustitelných zaměstnanců) a sníženou schopností průmyslu adaptovat se na měnící se podmínky během hospodářského cyklu.

Společným činitelem bylo členství v eurozóně, které umožnilo irským a španělským bankám přístup k téměř neomezenému množství levné likvidity v tvrdé měně (repo půjčky Evropské centrální banky). Bez toho by bylo v prakticky nemožné, aby zejména v Irsku vznikla bankovní a realitní bublina takového objemu. Zároveň absence vlastní (aktivní) centrální banky ztížila čištění bank po vzoru operace Maiden Lane.

Irská ekonomika se vzpamatovala obdivuhodně rychle. Vykazuje nejrychlejší hospodářský růst v eurozóně a daří se jí snižovat poměr dluhu k HDP. Irská vláda nebyla nucena provést natolik radikální reformy jako ostatní země skupiny PIIGS, ale na druhou stranu musela provést mimořádně nákladnou sanaci bank. Základem "Irského hospodářského zázraku" je anglicky mluvící pracovní síla, velmi flexibilní pracovní trh a racionální regulační a daňový systém. Troufám si říct, že irská ekonomika je zdravá, ač následky krize (vysoký státní dluh) bude nést pravděpodobně ještě mnoho let. Hrozbou je také možnost vzniku nové bubliny, ačkoli se očekává, že se banky a regulátoři již poučili.

Výkon španělské ekonomiky je od konce krize poměrně uspokojivý, dochází k postupnému růstu ekonomiky (2,8% HDP v roce 2014) a ta vytváří rekordní počty pracovních míst. Španělsku se také podařilo dosáhnout mírně přebytkové bilance zahraničního obchodu zejména díky rozmachu automobilového průmyslu. Problémem je vysoká úroveň státního dluhu (104% HDP v roce 2015), kterou se španělské vládě nedaří snižovat, pouze stěží stabilizovat, přetrvávající vysoká nezaměstnanost, politická nestabilita (Katalánsko, složení nové vládní koalice). Španělsko, stejně jako Itálie díky své politické síle v rámci Evropské unie nebylo nuceno projít bail-out programem jako Irsko, Portugalsko, Řecko či Kypr. Evropský stabilizační mechanismus neposkytoval úvěry přímo Španělsku, ale poskytl kreditní linku Fondu pro bankovní restrukturalizaci. Celkový objem čerpání této úvěrové linky je 41,3 ze 100 miliard eur. Španělsku, tak jako Itálii, Portugalsku či Řecku výrazně napomohly nižší ceny energií, provedlo ale také poměrně rozsáhlé reformy.

Kyperská krize byla do určité míry podobná krizi v Irsku či Španělsku. Příčinou byl v poměru k objemu ekonomiky skutečně obrovský bankovní systém (835% Kyperského HDP v roce 2007). Spouštěcím mechanismem krize ale nebyly ani tak špatné úvěry v realitách a s tím spojená bublina (ač byla také přítomna), ale zejména provázanost kyperské a řecké ekonomiky. Kyperské banky totiž držely mezi svými aktivy velká množství řeckých komerčních dluhů a také nezanedbatelné množství dluhopisů řecké vlády. Z počátku krize utrpěla kyperská ekonomika stejný úder jako ta řecká. Výpadek turismu a poptávky po námořní dopravě. S tím jak se postupně zhoršovala situace v Řecku, začal kyperským bankám nárůstat problém s nesplácenými úvěry. Hlavní úder přišel v roce 2012 s haircutem (částečným bankrotem)

na dluhopisech řecké vlády. Haircut¹³ se týkal všech soukromých držitelů těchto dluhopisů, tedy i kyperských bank. Tato rána vyvedla bankovní systém Kypru z rovnováhy. Problém nevyřešila ani půjčka 2,5 miliardy eur z Ruska a tak byla kyperská vláda, podobně jako ta irská nucena žádat o nouzový úvěr Evropskou unií a Mezinárodní měnový fond. Tento úvěr byl podmíněn nezvykle tvrdými reformami. Nejmedializovanějším faktem co se týče "Kyperské krize" je bezpochyby zdanění (či konfiskace, záleží na úhlu pohledu) vkladů v kyperských bankách. Ta se nakonec kvůli zuřivému odporu kyperské vlády oproti původnímu požadavku Troiky neprošla a byla nahrazena takzvanou vnitřní záchranou ("bail-in"), kdy poměrně značná část vkladů nad limit 100 000 euro byla odepsána, a zbytek přeměněn na kapitál (akcie dané banky) či zmražen. Druhou podmínkou bylo uzavření Laiki bank, nejproblematičtější bance z kyperské "Velké trojky". Nutno přiznat, že efekt byl dost podobný.

Kyperská vláda po splnění těchto podmínek získala od Mezinárodního měnového fondu a Evropského stabilizačního mechanismu úvěr ve výši 10 miliard eur. Kromě podmínek spjatých s bankovními vklady byl Kypr nucen provést radikální reformy co se týče transparentnosti a daňové spolupráce, zvýšení sazby korporátní daně z 10% na 12,5%, rozsáhlou privatizaci a deregulaci pracovního trhu. Současná výše státního dluhu Kypru je 107,5%. V roce 2015 také na Kypr dorazilo po dlouhém útlumu hospodářské oživení. HDP ve třetím kvartále vzrostl o 2,2% meziročně.

Další ekonomická perspektiva Kypru je nejistá. Ekonomika Kypru dlouhodobě silně závisela na příjmech z bankovníctví, v jistém období bankovníctví tvořilo až 9% HDP. Taktéž kyperská vláda a poradenské firmy profitovaly ze statutu Kypru jakožto daňového ráje. Kypr byl přístavem kapitálu z Evropské unie a zejména z Ruska. Šlo zejména o zisky vyváděné z firem do kyperských poboček pomocí praktiky tzv. Transfer pricing¹⁴, pak i takzvané "špinavé peníze" zejména z Ruska.

Přijetí podmínek Troiky tomuto byznysu učinilo z velké části konec. I nezaujatý pozorovatel si může snadno odvodit, že "Záchranný program", kterým si Kypr musel projít byl cíleně zaměřen na zničení těchto sektorů kyperské ekonomiky. Německo, Francii, Itálii a další západoevropské státy, které mají hlavní slovo při rozhodování Troiky dlouhou dobu s nechutí sledovaly odliv kapitálu (a tudíž i daňových příjmů) a tak využily příležitost k pomstě.

Kypr k tomu byl ideálním cílem. Daňový ráj, ale nejen to. Přístav pro blíže neurčené množství "špinavých peněz" pravděpodobně mafiánských struktur z východu, což se po správném zveličení dá použít jako účinný "morální obušek", navíc kyperská ekonomika je relativně malá a kyperská vláda měla dlouhou dobu poměrně slabou politickou pozici v Evropské unii (malá země, navíc velmi vstřícná vůči Rusku).

13. Odpis části dluhu.

14. Činnost, kdy nadnárodní společnost účelově nastavuje ceny zboží či služeb, které si navzájem poskytují její jednotlivé pobočky za účelem přesunu zdanitelného zisku do jurisdikcí s nižší mírou zdanění.

S kyperským bankovníctvím a offshore byznysem¹⁵ je tedy konec (nebo minimálně vstoupil do fáze silného útlumu). Ostatní klíčové sektory (turismus, lodní doprava) nezažívají zrovna období rozkvětu. Současné oživení kyperské ekonomiky je dané zejména liberalizací trhu práce, poklesem ceny práce, expanzivní politikou Evropské centrální banky a nízkými cenami energie.

Hlavní nadějí Kypru na nový "Hospodářský zázrak" jsou podmořská ložiska zemního plynu. Podle odhadů jsou velice vydatná a jejich těžba by i přes současný pokles cen energetických surovin mohlo poskytnout Kypru opravdu výraznou vzpruhu. Problémem je, že to vyžaduje dohodu se Severokyperskou tureckou republikou, neuznaným separatistickým státem rozkládajícím se na severní části kyperského ostrova.

Jednání o znovusjednocení Kypru, které se bezvýsledně táhnou v podstatě již od pozdních sedmdesátých let minulého století se v poslední době dostala na velmi nadějnou trajektorii, neboť obě strany mají zájem na tom, aby se plyn začal co nejdříve těžit. Podle neoptimističtějších odhadů by k znovusjednocení mohlo dojít již v průběhu roku 2016. Modelem má být zprvu odmítnutý Annanův plán založený na vzniku velmi volné federace či konfederace mezi oběma Kyperskými republikami.

Toto je tedy stručně shrnutí takzvané dluhové krize v Eurozóně. V menším měřítku proběhly podobné krize i v některých dalších státech Eurozóny. Belgie, Rakousko (Spolková země Koruntany) a Slovinsko se potýkaly se zhroucením (a následnou rekapitalizací) klíčových bank. Země s měnou navázanou fixním kurzem na euro (Dánsko, Estonsko, Litva, Lotyšsko) prošly podobnou situací jako Irsko či Španělsko (díky fixnímu kurzu došlo k extrémnímu přívalu kapitálu a úvěrové bublině). Tyto čtyři země se z krize vzpamatovaly velmi dobře. Se zemí ERM II (fixní kurz) byly nejsilněji zasaženy právě Pobaltské republiky.

Krize jako taková vyvrcholila v letech 2011 až 2012. Rozhodující obrat přinesl památný projev guvernéra Evropské centrální banky Maria Draghiho, který prohlásil, že "udělá vše co bude zapotřebí", aby zabránil "rozpadu eura" (jinými slovy, přislíbil více-méně neomezené intervenční nákupy dluhopisů předlužených států). V roce 2013 začal plně fungovat záchranný fond ESM a Evropská unie začala realizovat plán na vytvoření bankovní unie. Následně, v roce 2014 se ve velké části zemí dynamika HDP obrátila k růstu. Rok 2015, navzdory takzvané uprchlické krizi přinesl poměrně výrazný růst, zejména díky poklesu cen energií a kvantitativnímu uvolňování provozovaným Evropskou centrální bankou. Další perspektiva je poměrně nejistá. Ačkoli již s největší pravděpodobností pominula hrozba totálního kolapsu, je zde reálná možnost, že Evropská unie (zejména eurozóna) upadne do takzvaného Japonského scénáře¹⁶.

15. Odvětví zabývající-se poskytováním účetních, právních, poradenských, finančních a bankovních služeb ve spojitosti s takzvanými daňovými ráji.

16. Efekt stárnoucí populace spojený s dlouhodobou stagnací ekonomiky.

Příčiny krize eurozóny

Okolo příčin krize eurozóny panuje velice mnoho mýtů. Liší se hlavně podle ideového zaměření šířitele. "Pravice" měla sklon vše svádět na "líné Řeky" či jižany obecně, levice to celé sváděla na nedostatek "prorůstových opatření" (deficitní utrácení).

Ve skutečnosti "Krizi eurozóny" zapříčinily tři hlavní faktory¹⁷.

Prvním je samozřejmě krize veřejných financí. Ačkoli ve velké většině věcí s keynesiánskou doktrínou nesouhlasím, lord Keynes měl dle mého názoru pravdu v tom, že státní rozpočet by měl alespoň částečně působit anticyklicky, tedy během roků konjunktury vytvářet přebytkové rozpočty (stahovat peníze z oběhu a tím ochlazovat ekonomiku) a během krizí naopak peníze do ekonomiky uvolňovat a tím zabraňovat zvláště hlubokému poklesu, ať už infrastrukturními projekty a jinými investicemi (k tomuto konceptu jsem spíše skeptický, viz. Japonsko) či udržením stabilní výše státních výdajů (neprovádění rychlých škrťů).

Touto metodou je možno výrazně tlumit výkyvy, kterými prochází ekonomika (a občané) během hospodářského cyklu.

Problémem je to, že o rozpočtu většinou rozhodují politici hnaní populismem. Dochází většinou k tomu, že během konjunktury (zejména levicové) politici snaží se "spravedlivě rozdělit plody hospodářského růstu" či "napravit křivdy způsobené předchozími tupými škrty" provozují deficitní hospodaření (vláda neblaze proslulého Ing. Jiřího Paroubka hospodařila v roce 2007 v situaci téměř sedmiprocentního růstu HDP s deficitem $1 \cdot 10^{11}$ korun), čímž dosahují přesného opaku toho, co doporučoval lord Keynes.

Výsledkem je to, že během konjunktury přispívají k přehřátí ekonomiky a jakmile přijde krize, má vláda (většinou už jiná politická reprezentace) díky dluhům z předchozího období velmi zúžený manevrovací prostor.

Častokrát nastává situace, kdy je vláda nucena provádět politiku škrťů během krize, čímž ji prohlubuje, prodlužuje a zesiluje její dopady na firmy a obyvatele. V takové situaci se ozývá křik mezinárodní levice, že je potřeba "přestat dusit ekonomiku", "proinvestovat se k růstu", "skončit iracionální úsporná opatření",... jenže není čím to zaplatit (vlády a daňový poplatníci ostatních států málokdy překypují entusiasmem být jen půjčit jinému státu, zvláště pokud se jedná o stát, ve kterém průměrný důchod výrazně převyšuje průměrnou mzdu v potencionálně věřitelském státě), státní pokladna je prázdná a soukromí investoři odmítají nakupovat dluhopisy (nevěří tomu, že budou splaceny).

Nezbývá pak nikdo jiný nežli Mezinárodní měnový fond či pokud je situace opravdu vážná,

17. <http://finmag.penize.cz/ekonomika/265399-tri-krize-eurozony-v-roce-2011-jake-jsou-a-co-na-ne-neplati-i>

ostatní státy, v eurozóně sdružené do Evropského stabilizačního mechanismu. Mezinárodní měnový fond, pokud poskytuje bailout, se snaží zajistit, že v dlouhodobém horizontu bude dotyčný stát ekonomicky zdravý (aby se peníze z půjčky vrátily), takže výměnou za půjčku nadiktuje poměrně krutý program liberalizace ekonomiky, privatizace, škrťů ve státním rozpočtu a někdy také zvyšování daní. Ostatní státy (ESM) v zájmu nenaštvání domácího obyvatelstva a také v zájmu toho, aby se jim jejich peníze vrátily prosazují v podstatě to samé. Tato opatření jsou ve své podstatě prospěšná, ne-li nezbytná pro dlouhodobý růst ekonomiky dané země, ale jejich zavádění "bolí", je tudíž lepší je zavádět v období, kdy ekonomika roste, ne za nejhlubšího propadu, jenže během růstu na ně málokteré vláda pomyslí.

Tento postup jsme mohli sledovat v Řecku. Vyústilo to v masové demonstrace, hořící auta, nepokoje, vládu SYRIZY, hluboký pokles ekonomiky,... Samozřejmě, prvotní příčinou nebyla politika mezinárodních věřitelů, jak se veřejnosti snaží namluvit levicoví aktivisté, ale absolutně nekonkurenceschopná a neflexibilní ekonomika a populismus předchozích vlád.

Resumé je tedy poměrně jednoduché: během konjunktury by stát měl tvořit rezervy či alespoň provozovat vyrovnaný rozpočet a během krize peníze naopak to oběhu uvolňovat, či je alespoň nestahovat. Pokud je ovšem stát již silně zadlužený, jedinou cestou jsou škrty a bolestivá restrukturalizace ekonomiky. Maastrichtská kritéria¹⁸ tedy absolutně selhala.

Dalšími problémy jsou jednotný měnový kurz a jednotná úroková sazba. Čistě z podstaty věci, vstupem do eurozóny či jiné měnové unie mizí samostatný směnný kurz. To samozřejmě má své výhody a nevýhody. Výhody členství v eurozóně jsou poměrně jasné: odstranění nákladů na konverzi měn, nákladů na zajištění (hedging), podpora vzájemného obchodu a investic, snížení některých symptomů inflace (například pro Itálii či Řecko)....

Nevýhody členství v eurozóně byly z počátku daleko méně patrné.

První nevýhodou je samotný jednotný kurz. V běžných podmínkách volné směnitelnosti se kurz odvíjí od nabídky a poptávky na devizových trzích, které formuje několik základních faktorů.

Tím hlavním je bilance zahraničního obchodu (jestli stát více dováží či vyváží). Pokud stát více vyváží než dováží, jeho exportéři hromadí zisky v cizích měnách, které (většinou) vyměňují za domácí měnu, čímž samozřejmě zvyšují poptávku po své měně a zvyšují její měnový kurz (cenu). Rostoucí měnový kurz ale zvýhodňuje dovoz a znevýhodňuje vývoz, takže pokud není doprovázen odpovídajícím nárůstem konkurenceschopnosti (a pokud je, tak kurz narůstá dál a dál, dokud se trend nezvratí) vede postupně do stavu, kdy se bilance přibližně vyrovná.

V opačném případě, tedy pokud stát více dováží než vyváží odplouvá jeho měna do zahraničí a zahraniční firmy ji směňují za svoji domácí měnu a tím kurz měny státu majícího deficit

18. Těž pakt růstu a stability. Úmluva zahrnutá v primárním právu Evropské unie mající za cíl vynucovat rozpočtovou odpovědnost členských států.

obchodní bilance klesá. Tím pádem dovážené zboží a služby zdražují oproti domácí produkci (tj. dovoz se snižuje) a vyvážené zboží a služby relativně zlevňují vůči produkci cílové země (tj. vývoz se zvyšuje), země se stává cenově atraktivnější pro investory a turisty,... Také zde působí samoregulační mechanismus, který postupně ekonomiky tlačí do relativně vyrovnaného stavu.

Samozřejmě, toto jednoduché logické pravidlo neplatí zcela stoprocentně. Posílení kurzu může být bráněno intervenčními nákupy cizí měny centrální bankou (akumulace devizových rezerv) či v omezené míře expanzivní měnovou politikou (kvantitativní uvolňování, záporné úrokové sazby,...). Expanzivní měnová politika vede k inflaci a přehřátí ekonomiky, akumulace devizových rezerv přináší kurzové ztráty, jakmile měna posílí, může taktéž vést k inflaci, navíc snižuje tlak na zvyšování konkurenceschopnosti,....

I z opačného případu existují výjimky. Tou hlavní je situace, kdy je měna daného státu hojně využívána jako takzvaná rezervní měna, to znamená, že ostatní státy (zejména jejich centrální banky) hromadí danou měnu jako rezervu, většinou pro obranu měnového kurzu. To zapříčiňuje zvýšenou poptávku po dané měně, takže daný stát může svůj obchodní deficit financovat "exportem" své měny bez toho, aby docházelo k odpovídající deprecii kurzu. Typickým příkladem jsou Spojené státy, zejména mezi léty 1945-2012/13.

Další faktor, důležitý zejména v Evropské unii, který může zablokovat či alespoň zpomalit tento vyrovnávací mechanismus jsou dotace (pokud jsou to opravdu mohutné objemy peněz). Evropská unie je proslulá svými "Fondy", tedy tím, že přerozděluje poměrně značné prostředky vybrané od členských států. Některé státy, hlavně Řecko a Irsko si vyjednaly velmi vysoký přísun dotací z rozpočtu Evropské unie. Na první pohled by se mohlo zdát, že to pro dané státy bylo opravdové požehnání, peníze zdarma (hodně peněz). Takováto "pomoc" je ale dosti dvojsečná. Z principu, dotace pokřivují trh (netržní alokace zdrojů) a přitahují korupci jako magnet, "Evropské peníze" vyžadují kofinancování, což při tak velkém objemu těch dotací představuje poměrně nezanedbatelnou zátěž pro veřejné rozpočty,

Hlavním problémem s dotacemi v takto masívním měřítku není ani tolik korupce či neefektivita výsledných investic, ačkoli je to skutečně tristní, ale makroekonomické dopady takového těchto transferů.

Přísun takového množství "nových" peněz do ekonomiky vede k inflaci (minimálně k inflaci peněžní zásoby). Jak se peníze postupně rozlévají do ekonomiky, stimulují poptávku a hospodářský růst, postupně zvyšují všeobecnou hladinu cen a později mezd a platů. Tím pádem klesá konkurenceschopnost dané ekonomiky (dražší pracovní síla a výrobní náklady obecně nepodpřené zvýšením produktivity) a vzniká deficit zahraničního obchodu, což má nepříjemné důsledky například pro státní pokladnu (nižší výběr daní).

Druhým problémem je fakt, že tyto operace výrazně vychylují měnový kurz. Evropská unie

většinou operovala (před vznikem eura) s "tvrdými měnami" (či spíše s měnami bohatých členů), pokud se tedy dané prostředky měly použít například v Řecku či Irsku, musely být přeměněny v danou měnu, tedy drachmu či irskou libru. Docházelo tedy k umělému navyšování poptávky po daných měnách a k navyšování jejich kurzu nad rovnovážnou hodnotu.

Příjem dotací z rozpočtu Evropské unie tedy na měnové kurzy působil jako dodatečný export, takže třeba Irsko, které samo o sobě mělo přebytek platební bilance ještě reálně narostl a Řecku "Evropské peníze" zařídily rychlejší růst a pomalejší depreciaci měny.

Evropské dotace trochu (dost) připomínají ložiska ropy. Všichni by je chtěli mít, ale ty státy, které je ve velkém čerpají se potýkají s efektem zvaným Holandská nemoc¹⁹.

Ikdyž má svá určitá omezení, efekt volného měnového kurzu dokáže efektivně vyrovnávat ekonomické excesy, ať už nadměrný export (postupná apreciacie německé marky a švýcarského franku spojená se zpomalením exportu) či naopak krizi (depreciace české koruny v roce 2008, depreciace britské libry,...), kdy pokles kurzu vede k znovuzískání konkurenceschopnosti.

Pokud je stát členem eurozóny, jeho ekonomika přichází o tento "tlumič". Pokud přijde ekonomický "náráz", utrpí jeho ekonomika plný úder. Mechanismus volně směnitelného kurzu není pouze "tlumičem", je také automatickým korektorem (deficit automaticky vyústí v pokles kurzu, což (většinou) povzbudí export).

Důvodem je to, že jednak euro je druhou nejvýznamnější světovou rezervní měnou, a také tím, že do eurozóny patří země jako Německo či Nizozemsko, které svým ohromným přebytkem platební bilance zabrání odpovídajícímu poklesu, čímž kromě toho také zablokují "autokorekci", takže nerovnováha v "periferních" ekonomikách může narůstat až do kritických hodnot.

Katarze, kterou musí během krize taková ekonomika projít, je pro obyvatelstvo (a státní pokladnu) o mnoho bolestnější. Musí dojít k poklesu cenové a mzdové hladiny, jenže ta není tolik "pružná" jako měnový kurz, takže během tzv. "vnitřní devalvace"²⁰ dochází k hluboké depresi ekonomiky spojené s nezaměstnaností, bankroty,... zvláště u silně regulovaných ekonomik (které navíc mají největší sklon sklouznout do problémů), například Řecku, Portugalsku či Španělsku. Problémy má ale i velká ekonomika Francie či vyspělá Belgie.

19. Pojem Holandská nemoc označuje situaci, kdy ekonomika získá velký devizový příjem v jednom odvětví, obvykle těžbou nerostných surovin (většinou ropa či zemní plyn), což vede k nárůstu cenové hladiny a měnového kurzu, které zapříčiní ztrátu konkurenceschopnosti ostatních odvětví ekonomiky. Daný stát se stává zcela závislým na daném sektoru ekonomiky a v případě jeho kolapsu se dostává do systémové krize. Příjem z dotačního mechanismu Evropské unie může fungovat velmi obdobně.

20. Vnitřní devalvace je proces poklesu cen a mezd v dané ekonomice, v podstatě se jedná o deflaci. Nahrazuje devalvaci měnovou (vnější), je ale pro ekonomiku podstatně problematičtější. Lidé bývají z psychologických důvodů citlivější na pokles nominálních platů, navíc firmám a jiným dlužníkům vlivem deflace narůstá hodnota dluhů, což může vést k vlně bankrotů. "Vnější devalvace", ačkoli také dosti nepopulární je výrazně poklidnější a rychlejší proces.

Naopak státy jako Německo (hlavně Německo) či Nizozemsko nebo v menším Lucembursko hromadí přebytky zahraničního obchodu díky měnovému kurzu sníženého vlivem sdílení měny s "periferií" bez nutnosti provádět ošemetné devizové intervence.

Tyto státy by mimo eurozónu měly markantně "tvrdší" měny, tím pádem by jejich obyvatelstvo disponovalo vyšší kupní silou, jejich export by nebyl tak obrovský protože ostatní státy by jim mohly snáze konkurovat alespoň cenou (depreciace).

Pokud by Německo chtělo slabší měnu, muselo by buď provozovat skutečně extrémně uvolněnou měnovou politiku (odhaduji záporné sazby -x procent, masivní kvantitativní uvolňování,...) což vzhledem k pověstné nechuti bankéřů z Bundesbanky praktikovat nekonvenční měnovou politiku nepřipadá v úvahu, či jako Čína, Tajvan či Švýcarsko (nebo v současnosti Česká republika) srážet kurz pomocí devizových intervencí, tedy nákupu deviz za nově emitované peníze.

Tento postup má však svá nezanedbatelná rizika.

Prvním je to, že uvolňuje na forexový trh²¹ velké množství likvidní měny, která následně může sloužit jako munice pro agresivní hedge fondy²², které jsou v krajním případě schopné způsobit výrazné turbulence (viz. případ Soros vs. Bank of England, Asijská krize roku 1997,...), jinými slovy, taková to akce centrální banky výrazně navyšuje volatilitu forexového trhu, což se dané centrální bance může snadno vymknout z rukou.

Druhým je riziko poklesu kurzu měny, ve kterém jsou devizové rezervy²³ drženy. V takovém případě utrpí daná centrální banka "účetní ztrátu", která ačkoli nemusí být realizována, ve většině případů znamená, že centrální banka musí své zisky, které by jinak byly příjmem státního rozpočtu používat na "pokrytí" těchto ztrát. Pokud daná centrální banka drží opravdu rozsáhlé devizové rezervy (například centrální banky Číny nebo Japonska či dokonce Švýcarska, jejíž bilance dosahuje objemu těžko uvěřitelných 80% HDP), mohou kurzové pohyby v řádu pouhých procent přivodit dané bance poměrně značné nepříjemnosti.

Posilování exportu pomocí devizových intervencí je perfektní past. Tento postup využívají zpravidla jen státy, jejichž měna má fundamentální sklon apreciaci kurzu, vzestup (apreciace) měnového kurzu je jinými slovy pokles kurzu ostatních měn. Jelikož jsou aktiva (v tomto případě devizy či devizové cenné papíry) denominovány v cizí měně, jejíž kurz v tomto případě klesá, a pasiva (peníze, za které byla nakoupena ta aktiva) denominovány v domácí měně, jejíž kurz v tomto případě roste, vzniká účetní ztráta. Do této situace se dostala i Česká národní banka v období od měnové krize roku 1997 do devizových intervencí roku 2013 a lze poměrně jistě předpokládat, že do výrazné ztráty opět sklouzne po ukončení intervenčního režimu.

21. Devizový trh.

22. Fondy s agresivní či alternativní investiční strategií.

23. Aktiva centrální banky, která jsou denominována v cizí měně, případně zlato a jiné drahé kovy.

Pokud je ale stát v měnové unii, nemusí se obtěžovat takovými machinacemi a může "na úkor" slabších členů měnové unie hromadit přebytky platební bilance.

Jednotný měnový kurz nemůže vyhovovat všem ekonomikám najednou, je to problém vážný, nicméně dle mého názoru neřešitelný (liberalizace zejména trhu práce), koneckonců mnoho desetiletí, ne-li století fungovaly mnohé ekonomiky v režimu zlatého standardu²⁴, fixních kurzů²⁵ či jiné měnové unie.

Druhým, a dle mého názoru výrazně vážnějším problémem eurozóny (či jiné měnové unie takového druhu a rozsahu) je problém jednotné úrokové sazby.

Před vznikem eurozóny a Evropské centrální banky si každá centrální banka stanovovala vlastní úrokové sazby a měnovou politiku obecně podle potřeb své ekonomiky. Potřeby jednotlivých ekonomik z hlediska měnové politiky jsou dosti odlišné. Závisí na tom, v jaké části hospodářského cyklu (ne všechny ekonomiky mají své hospodářské cykly plně synchronizované) se daná ekonomika zrovna nachází, platební bilanci, strukturu, objemu úspor a úvěrů,.... a samozřejmě také národní povahou (jednoduše je potřeba vzít v úvahu to, že například Němci přistupují k úvěrům výrazně jinak než třeba Italové).

Úrokové sazby a dynamika růstu měnové zásoby se v jednotlivých ekonomikách dost odlišovaly. V "jádro" budoucí eurozóny, tedy Německu či Nizozemsku ale i Francii panovaly poměrně obvyklé úrokové sazby (v roce 1998 Německo 3,3%; Francie 3,3%; Nizozemsko 3,3%, Rakousko 3,2%, Finsko 3,4%), ovšem v Irsku či Španělsku panovaly sazby výrazně vyšší. Částečně to bylo dáno dlouhodobou tradicí dané ekonomiky, ovšem zejména u Irska to bylo celé zhoršeno tím, že Irská centrální banka pomocí vysokých úrokových sazeb udržovala svoji měnu nadhodnocenou oproti rovnovážnému bodu, aby při konverzi na eura dosáhli Irové na výhodnější kurz.

Se vznikem eura tu najednou byla jen jedna sazba a jedna měnová politika. Jelikož základním kamenem Evropské centrální banky je Bundesbank a jelikož tou dobou procházela německá ekonomika strukturálními problémy, Evropská centrální banka udržovala nízké úrokové sazby. Ve finančním systému Německa udržovala Evropská centrální banka běžný "krevní tlak", ale na velkou část eurozóny to byla tak trochu "silná káva". Tím samozřejmě nechci říci, že celá bankovní krize v eurozóně byla zaviněna pouze existencí eura, nicméně bez eura by nemohly vzniknout tak velké (pominu pro tuto chvíli extrémní případ Islandu²⁶, jelikož to byla situace,

24. Měnový systém, ve kterém platí, že každá jedna měnová jednotka je na požádání centrální bankou směněna za pevně stanovené množství zlata.

25. Stav, kdy centrální banka váže kurz své měny k jiné měně, případně k měnovému koši složenému z více měn. Existuje více druhů tohoto systému, od "currency boardu", kdy jsou veškeré peníze v ekonomice emitovány proti devizovým rezervám, tedy něco trochu na způsob zlatého standardu, po klasický systém, kdy centrální banka pomocí devizových intervencí a korekcí své měnové politiky udržuje měnu v pevně stanoveném kurzovém rozmezí.

26. <http://finmag.penize.cz/ekonomika/262876-pad-premiantu-island> [online] 9.2. 2016

kteřá se skutečně vymyká normálu) a četné bubliny. Periferní ekonomiky, dlouhodobě zvyklé na slabší měnu a vyšší úrokové sazby se však slovy Pavla Kohouta dostaly do situace “Králika, který dostal injekci pro koně”²⁷. Irské či španělské, v menší míře ale i řecké nebo portugalské banky získaly přístup k v podstatě neomezenému objemu levné likvidity ve formě repo půjček Evropské centrální banky.

V normální situaci (pokud není dotyčný stát členem měnové unie typu eurozóny) funguje také “autokorekční mechanismus”, pokud totiž v dané ekonomice panují příliš nízké úrokové sazby a banky tudíž provozují silnou úvěrovou emisi, dochází k navyšování objemu peněz v ekonomice, tím pádem i k vzestupu obecné hladiny cen a mezd. Ten znamená postupnou ztrátu konkurenceschopnosti, tím i propad platební bilance, klesající měnový kurz a stoupající inflaci.

Centrální banka tudíž, pokud se chce vyhnout pádivé inflaci²⁸ či dokonce hyperinflaci²⁹ musí zpřísnit svoji měnovou politiku, takže vzrostou úrokové sazby a úvěrová činnost poklesne. Většinou však se však centrální banky snaží do takové situace raději nedostávat. V eurozóně takovýto “autokorekční mechanismus” nefunguje. I když se obchodní bilance dané země propadá do hlubin, kurz eura to příliš neovlivní, úrokové sazby zůstávají nastaveny dle potřeb “jádra” (což naopak tento vývoj iniciuje) a bublina utěšeně roste. Celá situace je “vylepšená” tím, že dle metodiky Evropské centrální banky (a centrálních bank obecně) nezapočítávat do indexu, dle kterého se měří inflace nemovitosti, takže se inflace zdá výrazně nižší, než skutečně je.

Jak jsem již popsal v předchozí kapitole, bankovní sektor závislý na inflaci cen nemovitostí naroste do nezdravých rozměrů. Jakmile bublina praskne, stává se, že náklady sanace bankovního sektoru přesáhnou možnosti daného vlády, tudíž bez mezinárodní pomoci dojde ke státnímu defaultu či k bail-in řešení problému, což jsou události dosti katastrofické.

Zjednodušeně řečeno, primárním problémem měnové unie typu eurozóny je jednoduchý fakt, že jedna úroková sazba (“finanční krevní tlak”) nesedne všem ekonomikám najednou. Vyšší sazby potřebné pro periferní ekonomiky dusí hospodářství “jádra” a naopak nízké úrokové sazby potřebné pro běžné fungování jádra přehřívají periferní ekonomiky. Právě tenhle mechanismus je podle mého názoru nejzávažnějším problémem eurozóny, protože se nedá odstranit nějakými jednoduchými kritérii či transfery a na první pohled působí pozitivě.

27. <http://finmag.penize.cz/ekonomika/265349-zase-krize-o-kralickovi-ktery-chtel-konskou-injekci> [online] 9.2. 2016

28. Jako pádivá inflace se obvykle označuje stav, kdy roční míra inflace dosahuje dvojciferných hodnot.

29. Hyperinflace je pojem, který označuje situaci, kdy se míra inflace zcela vymkne kontrole a dojde k totálnímu rozvratu monetárního systému a zhroutilí měny. Roční míra inflace pak dosahuje skutečně extrémních hodnot, ve vrcholné fázi dochází někdy k zdvojnásobení cen i více než jednou denně. Jako nejextrémnější příklady hyperinflace bývají uváděny tyto: Situace v Maďarsku roku 1946, Jugoslávii 1992-1993 či tu poslední ze Zimbabwe let 2004-2009.

Kritika řešení krize eurozóny

Můj pohled na řešení krize eurozóny provedené současným “Euro-establishmentem” je poměrně skeptický. Celé je totiž příliš zaměřeno na fiskální stránku krize.

Jak jsem již popsal v první kapitole, v některých státech fiskální “infuze” spojená s deregulací trhu práce a uvolněním podnikatelského prostředí přinesla poměrně slibné výsledky, jiné státy se pasivně “svezly” na vlně hospodářského oživení a uvolněné měnové politiky, ekonomika Řecka se stále nachází hluboko pod svým vrcholem a její budoucnost je celkem nejistá,...

Jádrem celého tohoto fiskálního problému je dle mého názoru samotný Pakt růstu a stability. Svým požadavkem na limit deficitu veřejných rozpočtů ve výši 3% HDP a veřejného dluhu 60% HDP umožňuje vládám provozovat procyklickou politiku³⁰.

Během konjunktury mohou vytvářet “bezpečné” deficity, 3% HDP se považují za “novou nulu”. Jakmile přijde krize jsou pak nuceny hledat rychlé úspory a vzhledem k tomu, že strukturální reformy ekonomiky a byrokratického aparátu jsou většinou záležitostí na delší dobu, dochází ke škrtnům v investicích, platech, důchodech, ... což prohloubí ekonomický propad.

Ještě perverznější je však to, že tato pravidla se vynucují pouze vůči malým státům, které nemají takový politický vliv. Evropská komise si troufne šikanovat nějaké Slovinsko či Portugalsko, ne Španělsko či Itálii. Německo a Francie jsou zcela z obliga. Právě Francie a Německo porušily pakt růstu a stability jako první. Evropská komise tedy není příliš důsledným “Strážcem smluv”.

Fiskální pakt je sice krokem správným směrem, ale ne úplně. Je přespříliš složitý. Stará pravda zní, že pravidla by měla být jednoduchá, snadno pochopitelná a snadno vymahatelná. Navíc, nad udělováním pokut za nedodržování bdí Evropský soudní dvůr, nejedná se tedy o automatický sankční mechanismus, tudíž dosti pochybuji, jestli budou tato pravidla vymáhána i vůči například Francii či Itálii. Spíš jsem si skoro jist, že nebudou.

Druhou věcí jsou “záchranné fondy”, tedy EFSF, EFSM a permanentní fond ESM. Samozřejmě je otázkou, zda-li byly všechny bail-out programy správné, minimálně u toho řeckého je skutečně diskutabilní, zda-li by nebylo lepší nechat proběhnout plný bankrot, s výjimkou dluhopisů držených Evropskou centrální bankou a Mezinárodním měnovým fondem.

Hlavním problémem “záchranných fondů”, pokud odhlédneme od “morálního hazardu”³¹

30. Procyklická hospodářská politika označuje takové chování vlády, které umocňuje výkyvy hospodářského cyklu.

31. Pojem morální hazard označuje situaci, kdy záchrana ekonomických subjektů (včetně celých států), které se do problémů dostaly zejména vlivem své riskantní politiky motivuje k recidivě a svádí i ostatní k obdobnému chování, protože představuje precedent, který říká, že bankrotáři budou zachráněni na úkor ostatních. Občas se tento fenomén označuje též anglicky jako “Free rider problem”.

a dalších eticko-principiálních problémů je čistě jejich nedostatečná kapacita. Z prosté aritmetiky, v případě hypotetického bankrotu Itálie, jejíž dluh dosahuje výše 2,2 bilionu eur by kapacita ESM postačila pouze z jedné třetiny, což by možná stačilo na obnovení důvěry finančních trhů, ovšem to by ESM nemohl současně poskytovat pomoc více státům najednou.

Navyšování kapitálu ESM, ačkoli je to ve smlouvě umožněno hlasování Rady guvernérů ESM je politicky velmi obtížně průchodné, navíc může snadno vést k ohrožení “zachránců”, tedy států, které skrz ESM ručí za dlužníky. Na samém vrcholu krize se objevila myšlenka udělit ESM bankovní licenci, což by mu umožnilo čerpat levné půjčky od Evropské centrální banky na nákupy státních dluhopisů.

V principu by to znamenalo možnost obcházení zákazu, aby Evropská centrální banka nakupovala státní dluhopisy na primárním trhu, což už se v praxi obchází tím, že je Evropská centrální banka vykupuje od komerčních bank. S ohledem na tyto skutečnosti považuji existenci ESM za veskrze zbytečnou. Tím samozřejmě nechci říci, že jsem horlivým zastáncem monetizace státních dluhů, ale pokud již byly vlivem neprozřetelnosti jednotlivých vlád excesivní dluhy nashromážděny, je lepší situaci řešit ověřenou cestou (Opět zdůrazňuji, že tím neschvaluji ani trvalé “pohřbení”, zejména bezúročné, státních dluhů v bilanci Evropské centrální banky), než vystavit kreditnímu riziku i ostatní státy.

Ačkoli se to dnes nezdá, předpokládám, že největší chyby se staly co se týče řešení bankovní krize v eurozóně, co se toho týče, rozhodně to není tak, že bych odsuzoval projekt bankovní unie, pouze ho považuji za nedomyšlený.

Za krok správným směrem rozhodně považuji Jednotný mechanismus dohledu. V rámci měnové unie by měl fungovat jednotný dohled nad bankami a jednotný systém bankovní regulace. Jednotný fond pro řešení bankovních problémů a systém pojištění vkladů také. Obecně jsem přesvědčen, že co se týče finanční a bankovní regulace by měla být měnová unie řízena stejným způsobem jako klasická měnová zóna (stát), s určitými obměnami, které by zajistily vyrovnávání asymetrie mezi jednotlivými státy.

Hlavní věcí, která mi na řešení krize eurozóny chybí je právě absence operativního mechanismu vyrovnávajícího mohutné toky kapitálu v bankovním systému eurozóny, tedy vyvažující finanční “krevní tlak” v jádře a periférii eurozóny. To bylo zcela opomenuto. Spoléhání na postupnou konvergenci hospodářských cyklů jednotlivých ekonomik se již Evropské unii jednou vymstilo, přesto žádné takovéto nástroje nebyly vytvořeny a hlavní část debaty byla směřována k “eurobondům”³² a posílení centrálního rozpočtu³³. S tím silně nesouhlasím. Posilování

32. Pojmem “eurobondy” myslí vůdci Evropské unie systém, ve kterém by členské státy eurozóny emitovaly dluhopisy, které by byly zajištěny kolektivními zárukami všech ostatních členských států. Dle evropského main-stream názoru by to přineslo řešení dluhové krize, dle kritiků je to naprosto dokonalý příklad morálního hazardu v kontinentálním měřítku.

33. Tato myšlenka bývá obvykle nazývána plánem na Evropské ministerstvo financí či fiskální unii.

morálního hazardu vede zákonitě ke katastrofě a “žonglování s miliardami” těžko dosáhne nějakého pozitivního výsledku, když uvážíme dlouhodobé účinky “Eurofondů” na Řecko či Portugalsko.

Teoreticky by “Evropské ministerstvo financí” mohlo být prospěšné v situaci, kdy by provozovalo paralelní systém sociálního a zdravotního zabezpečení, podobně jako tak činí vláda Spojených států, jelikož by to vedlo ke odlehčení tlaku na “slabé kusy”. Z politických důvodů je ale taková vize těžko představitelná.

Již pouhé “půjčky” zemím periferie vzbuzují v zemích jako je Německo či Nizemsko velmi silný odpor. Proto se mi představa toho, že by právě tyto země souhlasily s vytvořením permanentního redistribučního mechanismu, který by je uvrhl do pozice “evropské Kalifornie” zdá dosti fantastická.

Obvykle ji doplňují návrhy na celounijní či alespoň celoeurozónovou daň administrovanou nějakou centrální institucí, ať už to daň tobinovu (Daň z finančních transakcí), daň z emisí CO₂, z benzínu, společnou korporátní daň,.... Výnos z těchto daní by představoval příjem Evropského ministerstva financí a to by je “podle potřeby” rozdělovalo do jednotlivých členských států.

Návrh reformy hospodářské a měnové unie

První věcí co se týče reformy Hospodářské a měnové unie Evropské unie by měla být změna maastrichtských kritérií a fiskálního paktu. Takováto kritéria by na jedné straně měla skutečně účinně limitovat státní zadlužení a na straně druhé ponechat dostatečnou volnost v době hospodářského poklesu.

Zní to docela protichůdně, ale možné to je. Takováto kritéria by neměla obsahovat žádnou maximální výši deficitu veřejných financí, protože takovéto limity v rámci maastrichtských kritérií stejně byly mnohokrát flagrantně porušeny³⁴ⁱⁱ.

Pokud mají být smluvně umožněny deficity bez formálního omezení, musí to být samozřejmě něčím vykompenzováno. Má-li účelem tohoto systému donutit členské státy, aby praktikovaly trvale udržitelnou fiskální politiku, je tedy nutné, aby během konjunktury své dluhy splácely.

Vzhledem k tomu, jak snadno je možno manipulovat statistikami typu HDP a jeho dynamiky, nezaměstnanosti³⁵,... jsem dosti skeptický vůči stanovení rozpočtových kritérií založených na vývoji ekonomiky.

Dle mého názoru by měly být stanoveny víceleté rozpočtové rámce, ideálně čtyřleté, jelikož to je obvyklá délka jednoho volebního (a většinou i vládního) cyklu. Spojené království a jeho pětiletý volební cyklus není nutné brát v úvahu, protože hlubší integrace Spojeného království do Hospodářské a měnové unie je v horizontu nejméně příštích několika desetiletí taktně řečeno nepravděpodobná a i kdyby, je to možno ošetřit formou jednoduchého dodatku. V rámci rozpočtového rámce by byla vláda povinna hospodařit vyrovnaně, tedy minimálně splatit dluhy, které během toho období vytvořily.

Výjimkou z tohoto ustanovení musí být ze zjevných důvodů válečný stav.

Pro případ vážné hospodářské krize, živelné katastrofy, rozsáhlých teroristických útoků a dalších obdobných nepředvídatelných mimořádně závažných situací, které vyžadují mimořádné výdaje by mělo být možné rozhodnutím Rady Evropské unie rozpočtový rámec prodloužit na šest či v neobyčejně závažných případech na devět let. Více však ne,

34. S jistou mírou nadsázky se dá říci, že bývají skoro častěji porušována než dodržována.

35. Možností, jak manipulovat tyto ukazatele je téměř nekonečně mnoho. Například čínským oficiálním údajům o růstu HDP nikdo příliš nevěří. Ukazatele sestavené na základě indikátorů jako je spotřeba surovin, energií, úvěrová dynamika... často poskytují velmi odlišný pohled na kondici čínské ekonomiky nežli oficiální čísla. V Evropské unii se používají jiné mechanismy manipulace makroekonomických ukazatelů. Například zahrnutí šedé a černé ekonomiky (daňové úniky, práce na černo, výpalné, drogy, prostituce,... tedy věci, které se stát normálně snaží potírat) do oficiálního HDP. Reálné příjmy státního rozpočtu to samozřejmě nenavýší ani o euro, ale je to užitečné pro obcházení různých kritérií stanovených v procentech poměru vládního dluhu k HDP. Podobně se dají manipulovat statistiky nezaměstnanosti vyškrtnutím dlouhodobě nezaměstnaných či účastníků rekvalifikačních programů.

aby nedocházelo k trvalému odsouvání fiskálních pravidel zejména politicky silnými členy měnové unie.

Penalizace států za porušování těchto nových kritérií by rozhodně neměla být ponechána na rozhodnutí Evropské komise. Aby bylo dosaženo skutečné vymahatelnosti stanovených fiskálních pravidel, musí existovat jednoduché, dostatečně přísné pravidlo, například automatická pokuta ve výši 30% z excesivního dluhu. Pravděpodobně by stejně došlo k zneužití ustanovení o mimořádné situaci nějakým významným členem, ale vzhledem k maximálně devítiletému horizontu by nebylo možné odsouvat trest donekonečna.

Státy, jejichž dluh převyšuje 60% HDP (maastrichtský limit), což je nadpoloviční většina členů eurozóny (Perfektní příklad skutečné účinnosti maastrichtských kritérií) by měly být nuceny snižovat svůj dluh alespoň pod tuto hranici, ať už absolutní cestou (splácením dluhu) či relativní cestou (pokles poměru dluhu k HDP daný ekonomickým růstem).³⁶ Státní dluh převyšující 60% HDP může být v určitých situacích již poměrně závažnou hrozbou a zátěží pro státní pokladnu³⁷.

Na druhé straně státům s relativně bezpečným stupněm zadlužení (30%HDP) by měla být umožněna určitá volnost. Pravidla nového fiskálního paktu by byla spuštěna až u států, jejichž dluh by překročil 30% HDP.

Druhou částí reformy Hospodářské a měnové unie, ačkoli to tolik nesouvisí s aktuální krizí, by mělo být vytvoření skutečné unie kapitálových trhů, alespoň mezi členy měnové unie. Fragmentací kapitálového trhu vlivem rozdílných regulatorních standardů³⁸ přichází ekonomika Evropské unie o poměrně podstatnou výhodu, kterou disponuje například ekonomika Spojených států.

Tou výhodou je rozsáhlý kapitálový trh s ohromnou likviditou. V Evropské unii funguje skutečně likvidní trh tak maximálně co se týče státních dluhopisů či akcií a i tam existují značné rezervy. Výsledkem je situace, kdy firmy na území Evropské unie jsou výrazně více závislé na bankovním financování nežli firmy ze Spojených států, jelikož jejich schopnost získat finance emisí dluhopisů či úpisem akcií je vlivem méně vyvinutého kapitálového trhu značně omezena.

Právě to je jedním z důvodů toho, proč evropské banky narostly do tak obřích rozměrů. Jednoduše řečeno, fragmentovaný kapitálový trh škodí reálné ekonomice, jelikož limituje přístup firem ke kapitálu, posiluje bankovní oligopol a tím pádem rozšiřuje "too big to fail"

36. Snižování dluhů relativní cestou bývá obecně snazší a méně "bolestivé", zůstává zde ale riziko, že v případě poklesu HDP během krize dluh zase relativní cestou "nabobtná".

37. V současném prostředí extrémně nízkých úrokových sazeb není zátěž pro státní pokladnu tak fatální, některé z nepříliš rozpočtově odpovědných vlád vydávají dokonce dluhopisy se zápornou úrokovou sazbou, v případě normalizace situace takový dluh znamená nezanedbatelné výdaje na úrocích.

38. Jedná se zejména o rozdílné kvóty na povinnou držbu určitých druhů aktiv podílovými a penzijními fondy, pravidla pro "private equity" či "venture" investování (investice do veřejně neobchodovaných firem či začínajících firem).

problém a z něj vyplývající systémovou nestabilitu, protože případné ztráty běžných aktérů finančních trhů (individuální investoři a fondy) málokdy vyvolají dominový efekt jako v případě vážných finančních ztrát bank.

Fondy a individuální investoři totiž používají své peníze (či u fondů nese riziko primárně investor), kromě případů investice na dluh (tzv. leverage či margin), kdežto banky operují s vklady svých klientů (většinou dokonce vklady splatnými na požádání) či s penězi vypůjčenými od centrální banky nebo na mezibankovních trzích, takže případný bankrot znamená přenos problému na další subjekt a tak dále.

Posílení role kapitálových trhů je tedy v evropském prostředí věcí zdravé diverzifikace, mimoto pro budoucí hladké fungování měnové unie nezbytné.

Nevěřím příliš současné snaze Evropské komise vybudovat skutečnou unii kapitálových trhů. Tato snaha bude, vzhledem k tomu, že je prosazována v rámci celé Unie narážet na partikulární zájmy různých členských států, i těch, které nejsou členy měnové unie a bude muset projít složitým schvalovacím procesem v Evropském parlamentu a Radě Evropské unie. Ačkoli je to chválihodná snaha, věřím, že členské státy měnové unie a státy o členství v měnové unii usilující by měly být v tomto ohledu integrovány důkladněji.

Dle mého názoru by pravomoc stanovovat pravidla v oblasti kapitálových trhů a pojišťovnictví a dohlížet na jejich dodržování připadnout Evropské centrální bance jakožto instituci disponující potřebnou odbornou a technickou kapacitou. Tato pravomoc by měla být stejně jako nová fiskální pravidla stanovena formou změny primárního práva Evropské unie³⁹.

Třetí částí reformy Hospodářské a měnové unie by mělo být dokončení bankovní unie. Proti její současné formě nemám příliš mnoho námitek. Jednotný systém bankovní regulace, Jednotný systém dohledu a Jednotný fond pro řešení bankovních problémů jsou vše kroky správným směrem, chybí pouze systém pojištění vkladů, který brzdí Německo. Dokončení bankovní unie je nezbytné k přeměně eurozóny v klasickou měnovou zónu.

Mojí hlavní výhradou vůči celému tomuto systému je jeho technické provedení. Je to opět set několika separátních mezinárodních smluv, stejně jako Evropský stabilizační mechanismus, fiskální pakt,....

Výrazně vhodnějším řešením by byla implementace tohoto mechanismu do primárního práva Evropské unie, pokud možno ve zjednodušené podobě, s rozhodovacím procesem koncentrovaným do Evropské centrální banky, aby se předešlo dvoj či vícekolejnému řízení,

39. Jde o období ústavního zákona Evropské unie. Skládá se ze Smlouvy o Evropské unii, Smlouvy o fungování Evropské unie a Smlouvy o založení Evropského společenství pro atomovou energii, příložených protokolů, Listiny základních práv Evropské unie a smluv o přistoupení nových členských států Evropské unie.

“sdílené” odpovědnosti více regulačních autorit a dalším podobným osvědčeným mechanismům, které efektivně znemožní skutečně účinnou regulační činnost.

Závěrečnou částí reformy Hospodářské a měnové unie by měla být reforma samotné eurozóny a jejích institucí.

V první řadě soudím, že by mělo dojít k institucionální změně. Současná komplikovaná struktura Evropského systému centrálních bank, Eurosystemu a Evropské centrální banky by měla být zjednodušena v standardní evropský systém centrálního bankovníctví, tedy v klasickou centrální banku, členské banky Eurosystemu by se staly akcionáři Evropské centrální banky a Evropský systém centrálních bank by byl přetransformován ve volné sdružení zeměřené zejména na mezistátní spolupráci zaměřenou na vypořádání plateb, kooperaci měnových politiky,.... Evropská centrální banka by také zastupovala celou Měnovou unii v institucích jako je Mezinárodní měnový fond či Banka pro mezinárodní vypořádání⁴⁰.

Centrální banky členských států Měnové unie (eurozóny) v takovém případě výrazně omezí svoji činnost, kromě hlasování v Radě guvernérů Evropské centrální banky budou vykonávat pouze činnost, kterou na ně deleguje Evropská centrální banka, spravovat účty svých vlád, obcí a další vedlejší aktivity.

Jednou z hlavních výhod takovéto restrukturalizace není pouze zjednodušení a zefektivnění mechanismů dohledu, ale i odstranění schizofrenního mechanismu emise peněz, kdy v současném systému sama Evropská centrální banka emituje pouze malou část měnové báze a jelikož některé centrální banky emitují více peněz, než na ně poměrně připadá, tak Eurosystem hromadí vnitřní dluhy, stejně tak vypořádací systém TARGET II, což představuje dlouhodobý problém, na který v současné struktuře Eurosystemu neexistuje řešení.

Další výhodou by bylo obecné zvýšení vlivu Evropské centrální banky v Mezinárodním měnovém fondu, Bance pro mezinárodní vypořádání a dalších mezinárodních měnových institucí. Takto jsou hlasy členů eurozóny rozdrobeny, kdežto v součtu by překonaly (v MMF) i hlasovací sílu Federálního rezervního systému, mimochodem, získala by v MMF dokonce právo veta, stejně jako jím disponuje Federální rezervní systém.

Přirozeným krokem v souvislosti s touto restrukturalizací by byl převod pasiv a aktiv členských bank Eurosystemu na Evropskou centrální banku s plně zachovaným principem proporcionality⁴¹. Tato operace by byla samozřejmě obtížně politicky průchodná, jelikož mimo

40. Evropská komise zastupuje členské státy Evropské unie ve Světové obchodní organizaci, není tudíž důvod, proč by Evropská centrální banka neměla zastupovat členy Měnové unie v Mezinárodním měnovém fondu či Bance pro mezinárodní vypořádání.

41. Tento krok by znamenal vyřešení chronického problému s generováním “vnitřního dluhu” v rámci Eurosystemu. Příjmy, které vyplývají z emitování měny, jelikož centrální banka mění neúročená pasiva (bankovky) za úročená pasiva (státní dluhopisy, dluhy bank,....) by byly distribuovány jednoduchým mechanismem, a to výplatou dividendy akcionářům Evropské centrální banky (centrálním bankám

jiné jde i o zlaté rezervy jednotlivých centrálních bank a emoce s nimi spojené, proto by bylo zapotřebí toto legislativně ošetřit. Tento převod není důležitý pouze z hlediska "pořádku", ale také z hlediska toho, že by se Evropská centrální banka rázem stala co se týče objemu aktiv a velikosti zlatých rezerv nejdůležitější centrální bankou na světě.

Poměrně rozsáhlou změnou by kromě institucí musela projít i přístupová kritéria. Jejich základ samozřejmě není špatný. Kritéria co se týče cenové stability, kurzové stability a stability úrokových sazeb by s určitými úpravami měla být zachována. Důležité je ale také zahrnutí výjimky pro státy jako je Černá hora a v daleké budoucnosti Kosovo⁴². Černá hora během bouřlivého balkánského období konce devadesátých let dvacátého století (poté co jugoslávský dinár prošel hyperinflací) přijala jako svoji měnu německou marku. Se vznikem eura jednoduše přešla na euro. Bylo by krajně podivné, až Černá hora přistoupí do Evropské unie (což se očekává okolo roku 2021) zavádět na přechodné období novou měnu aby mohla Černá hora následně oficiálně znovupřijmout euro, už jen z logistických důvodů⁴³. Samozřejmě by ale měly plnit ostatní přístupová kritéria.

Těmi ostatními přístupovými kritérii myslím účast ve Fiskální unii (První fáze, reformovaná rozpočtová kritéria), Kapitálové unii (Druhá fáze, přenos regulačních pravomocí v oblasti kapitálových trhů na Evropskou centrální banku) a v Bankovní unii (Třetí fáze, sjednocená regulace a systém pojištění vkladů).

Fiskální, Kapitálová, Bankovní a Měnová unie by tudíž tvořily na sebe navazující a navzájem se doplňující celky. Stát mající zájem o přijetí eura by tedy nejprve stal součástí Fiskální a Kapitálové unie (zavázal by se k dodržování pravidel rozpočtové zodpovědnosti a jeho kapitálový trh by se propojil s kapitálovým trhem ostatních států Kapitálové unie), načež by se mu otevřelo členství v Bankovní unii. Měnová unie by měla být až korunou celého systému.

Zastávám názor, že tato reforma by měla zahrnovat změnu ustanovení "o povinném euru". To pochází z devadesátých let, kdy se zdálo, že všechny členské státy Evropské unie kromě Spojeného království a Dánska⁴⁴ se stanou členy eurozóny. S velkým rozšířením roku 2004 se tato vize vzdálila do daleké budoucnosti.

Vede to k paradoxní situaci, kdy například Spojené království skrze Bank of England drží podíl v Evropské centrální bance, ačkoli nemůže hlasovat, pouze odvádí určité poplatky. Stejně tak Dánsko či Švédsko.

členských států) dle jejich podílu po splacení ztrát.

42. Vzhledem ke stavu vlády práva, soudního systému, ekonomické situaci, etnickému napětí... se nezdá příliš pravděpodobné přistoupení Kosova do Evropské unie v příštích nejméně dvou dekadách.

43. Například výroba oběživa (mince a bankovky) je poměrně nákladná záležitost.

44. Spojené království Velké Británie a Severního Irska a Dánské království mají sjednanou trvalou výjimku z povinnosti přijmout euro (Opt-out).

Pokud stát nechce přijmout euro, obrana je jednoduchá, stačí nevstupovat do mechanismu směnných kurzů ERM II či, pokud jsou v něm již zahrnuté provést devalvaci měny. Je tedy veskrze zbytečné, aby v primárním právu byla definována takováto povinnost. Členství v Měnové unii by mělo být privilegiem, ne povinností.

Výhodou je i to, že to usnadní reformu Eurosystemu a Evropského systému centrálních bank.

Co se týče pravomocí reformované Evropské centrální banky, měly by obnášet standardní regulatorní prostředky, kromě toho pravomoc vytvářet závazné regulace v rámci Kapitálové a Bankovní unie, zřízení a provozování Fondu pojištění vkladů a Fondu pro řešení bankovních problémů⁴⁵, technickou regulaci v rámci Měnové unie.

Tradiční nástroje měnové politiky už z důvodů uvedených v předchozích kapitolách musí být doplněny o některé specifické mechanismy, které by umožňovaly právě to zmiňované vyvažování či vyrovnávání "krevního tlaku" ve finančním systému.

Úroková sazba (používám přirovnání ke krevnímu tlaku) je utvářena mnoha faktory. Některé z nich určuje centrální banka, další vládá, ale i historie, národní povaha⁴⁶,....

Nejpodstatnější jsou ale základní úrokové sazby stanovené centrální bankou, ty určují "cenu", za kterou si mohou komerční banky vypůjčit likviditu u centrální banky, operace volného trhu ("přilévání" či odebrání likvidity nákupem a prodejem cenných papírů centrální bankou) a v neposlední řadě požadavky na povinné minimální rezervy a kapitálovou přiměřenost.

Další jsou faktory, které neovlivňuje centrální banka, jako například míra úspor, poptávka po úvěrech,....

Důležitou proměnou, která ovlivňuje výši úrokových sazeb jsou i výše inflace a kolísání měnového kurzu (zejména, pokud je velká část kapitálu v držení zahraničních investorů). Tyto faktory se při vstupu do eurozóny v podstatě vytratily.

Smíšením kurzu řecké drachmy, italské liry a portugalského escuda s německou markou, nizozemským guldenem a francouzským frankem odstranilo problém s klesajícím kurzem drachmy či kolísáním liry, taktéž zmírnilo některé účinky inflace.

Kapitálem a úsporami dobře vybavené německé a francouzské banky začaly díky volnému pohybu kapitálu investovat v podkapitalizovaném Portugalsku, irské banky získaly přístup k ohromnému množství likvidity z Evropské centrální banky,.... výsledek už jsem popsal v předcházejících kapitolách.

Jednoduše řečeno, úrokové sazby v eurozóně začaly konvergovat, ať už úrokové sazby státních

45. K tomu se samozřejmě pojí pravomoc stanovovat a vybírat příspěvky do těchto fondů.

46. Němci či Rakušané mají k úvěrům a zadlužování obecně jiný přístup nežli Italové či Řekové.

dluhopisů, ale i komerčních úvěrů. Úrokové sazby periferie vskutku markantně poklesly a následná úvěrová bublina poháněla rozsáhlou konjunkturu, po dosažení vrcholného bodu však přišla recese a krize bankovního systému, jelikož nedošlo i k plné konvergenci struktury jednotlivých ekonomik.

Evropská centrální banka má dnes jen velmi málo nástrojů, kterými může této asymetrické úvěrové expanzi čelit. Základní úrokové sazby jsou z principu pro všechny banky stejné. Likvidita dodaná nákupem dluhopisů se taktéž dostane na periferii stejně snadno jako do bankovního systému jádra (volný pohyb kapitálu).

Důležitý faktor, který může silně ovlivnit reálné úrokové sazby je výše povinných minimálních rezerv a požadavků kapitálové přiměřenosti. Tyto požadavky omezují banky v poskytování úvěrů a tím samozřejmě omezují nabídku úvěrů, což vede k vzestupu reálných úrokových sazeb.

Povinné minimální rezervy jsou stanovovány centrální bankou a určují, kolik likvidity musejí komerční banky držet proti vkladům svých klientů, požadavky kapitálová přiměřenosti zase určují, kolik vlastního kapitálu musejí banky držet proti určitým druhům aktiv.

Povinné minimální rezervy se dají ještě relativně snadno obcházet tím, že si komerční banka vypůjčí více likvidity od centrální banky, ale už samozřejmě musí platit centrální bance vyšší úrok, což má samozřejmě vliv na úrokové sazby pro firmy a domácnosti (reálné úrokové sazby).

Požadavky na kapitálovou přiměřenost jsou v tomto směru ještě účinnější, ač je jejich změna v dnešní době komplikovanější proces. Nutí totiž banky udržovat jistý poměr kapitálu k aktivům a tím tedy účinně limitují úvěrovou expanzi. Bankovní bilance v režimu částečných rezerv dokáže díky multiplikaci deposit narůst do ohromných rozměrů, navýšování objemu kapitálu však není tak snadné.

K navýšení kapitálu jsou v podstatě jen dvě cesty, a obě jsou nepříjemné pro akcionáře. Tou první je hromadění zisku, jenže akcionáři přirozeně obvykle touží po výplatě dividendy, navýšování kapitálu touto cestou je tedy pro akcionáře (a hodnotu akcií) hořkou pilulkou.

Tou druhou cestou je úpis (emise) dalších akcií. To však z principu vede k poklesu hodnoty a ziskovosti podílů stávajících akcionářů. Požadavky na kapitálovou přiměřenost jsou tedy velmi účinnou cestou, jak zabránit bankám v nafukování bublin cen aktiv.

Výhodou je také to, že mohou být nastaveny selektivně pro různé druhy aktiv⁴⁷, což může pomoci zamezit obcházení tohoto systému.

47. V současnosti bývají požadavky na kapitálovou přiměřenost stanoveny nejrůznějšími mezinárodními úmluvami, naposledy smlouvou Basel III iniciovanou Bankou pro mezinárodní vypořádání. Tento návrh však navrhuje systém, ve kterém by se tyto koeficienty operativně měnily jakožto nástroj měnové politiky.

Celá myšlenka se zakládá na tom, že by Evropská centrální banka získala pravomoc stanovovat povinné minimální rezervy pro každý členský stát měnové unie zvlášť a také operativně měnit požadavky na kapitálovou přiměřenost vůči různým druhům aktiv.

Pokud by tedy došlo k úvěrové expanzi, dejme tomu v Irsku, Evropská centrální banka by navýšila požadavek na povinné minimální rezervy pro irské banky, čímž by došlo k vzestupu úrokových sazeb v Irsku, což by utlumilo tamní úvěrovou aktivitu.

Jelikož je ale eurozóna (či zde navrhovaná Měnová unie) zónou volného pohybu kapitálu a existují finanční postupy jako je sekuritizace hypotečních či jiných úvěrů, může se stát, že úvěrový boom v Irsku bude poháněn nikoli domácími bankami, ale třeba bankami z Německa, Francie či Lucemburska.

V takovém případě by Evropská centrální banka jednoduše navýšila požadavek na kapitálové rezervy vůči aktivům založeným na nemovitostních úvěrech kolateralizovaných nemovitostmi z Irsku. Korekčnímu efektu by se tudíž nevyhnuly ani banky z Německa či Francie⁴⁸.

Taktéž by bylo na místě zavést určitý korekční mechanismus fungující na podobném principu, aby se předešlo vzniku "too big to fail" bankovních kolosů, jejichž existence (a hlavně případný bankrot) ohrožuje systémovou stabilitu celé ekonomiky.

Věřím, že tento systém je nezbytným pro zajištění budoucí stability eura, tedy hlavně jeho menších uživatelů typu Irsko či Portugalsko.

Poslední částí by mělo být vytvoření jistých "ústavních pojištěk" pro stabilitu hodnoty eura.

První by měla být přesná definice pojmu "cenová stabilita". Za tu rozhodně nepovažuji nárůst cen o 2% p.a. Cenová stabilita by měla znamenat, že cenový index osciluje okolo určité hodnoty, nikoli to, že exponenciálně roste⁴⁹.

Mírná deflace (v řádu nižších jednotek procent) neznamená pro ekonomiku žádnou výraznou hrozbu⁵⁰, jak ostatně ukazuje zkušenost s ekonomikou Spojených států a Spojeného království zejména v posledních dekádách devatenáctého století a první dekádě století dvacátého⁵¹.

Nepovažuji za vhodné uměle zvýhodňovat inflaci dlužníky na úkor věřitelů a nechat probíhat redistribuční Cantillonův efekt⁵². Dochází tím k dalšímu zbytečnému pokřivení ekonomiky,

48. Nárůst požadavků na kapitálové rezervy by totiž limitoval objem úvěrů, které by byly irské banky schopné poskytnout, tím by klesla nabídka úvěrů a stoupla úroková sazba.

49. Růst cenové hladiny o určitá procenta znamená v dlouhodobém horizontu exponenciální nárůst (erozi kupní síly měnové jednotky), jelikož to odpovídá tgz. Složenému úrokování.

50. Reálná úroková míra vyrostle o několik procentních bodů.

51. V prostředí volného trhu a stabilní měny zažívaly tyto ekonomiky skutečný rozmach.

52. Pojem Cantillonův efekt označuje jev, ke kterému dochází v ekonomice, které zažívá rychlý nárůst objemu měnové zásoby. Nemusí se nutně jednat o výsledek činnosti centrální banky, k obdobnému jevu

“inflačnímu zdanění”⁵³ a bohatnutí určitých ekonomických subjektů na úkor zbytku.

Vhodným systémem by mohlo být současné inflační cílování dle HCIP indexu s přihlédnutím k dynamice změny měnové zásoby a k nárůstu cen nemovitostí.

Samotný inflační cíl by měl být definován například jako maximálně jednocentní kumulovaný nárůst indexu v desetiletém období, přičemž by se vždy uplynutí jednoho cyklu výchozí hodnota indexu vrátila na původní hodnotu, pokud by nedošlo k odůvodněné změně výpočetní metody indexu.

Tento systém by umožňoval určitou pružnost v průběhu hospodářského cyklu, tedy střídání epizod mírné deflace s mírnou inflací, podobně jako navrhovaná Fiskální unie na poli státních rozpočtů.

Druhá pojistka, protože měnová stabilita je nezbytná pro zdraví ekonomiky by měla být “zlatá brzda”, tedy, že by bylo vyžadováno určité procento krytí pasiv(emitovaných peněz) Evropské centrální banky zlatými rezervami⁵⁴.

Nejednalo by se tedy o zlatý standard. Zlatý standard je dle mého názoru mrtvou, ač velmi poučnou historií. Argumenty zastánců zlatého standardu bývají spíše emocionální nežli racionální. Jedná se zejména o pocit “podložených”, “poctivých” peněz, tradice trávající podle některých někdy od mladší doby kamenné⁵⁵,....

Mezi hlavní a na první pohled podstatné argumenty pro zlatý standard patří názor, že zlato, narozdíl od fiat měny⁵⁶ má svoji vlastní vnitřní hodnotu. S tímto názorem souhlasím pouze částečně. “Vnitřní”, “technická” hodnota zlata je výrazně nižší, nežli jeho tržní hodnota. Jinými slovy, jeho hodnotu z velké části tvoří důvěra v jeho hodnotu. Hodnotu fiat měny tvoří z velké části také důvěra. V tomhle tedy neexistuje příliš velký rozdíl, pouze důvěra v hodnotu zlata

docházelo například v některých obdobích Římské říše (zejména po dobytí Kartága), ve raně novověkém Španělsku či v Německu a Rakousko-Uherském císařství po vyhrané válce s Francií v letech 1871-1873 vlivem přílivu velkého objemu drahých kovů (většinou válečná kořist či válečné reparace). “Nové peníze” se ekonomikou šíří postupně a postupně navyšují ceny jednotlivých typů zboží a služeb (navyšují poptávku). Z tohoto procesu těží ti, kteří se k “novým penězům” dostanou jako první či mezi prvními (nakupují se zvýšeným množstvím peněz za původní ceny), zatímco ti, ke kterým se “nové peníze” dostanou později, trápí (nakupují s původním množstvím peněz za zvýšené ceny), tímto způsobem dochází k redistribuci určitého množství hodnoty v závislosti na množství “nových peněz”. “Vítězi” tohoto procesu obvykle bývají banky, zbrojařský či v poslední době stavební průmysl. “Poraženými” obvykle bývají ostatní sektory ekonomiky a lidé s pevnými příjmy.

53. Pojem “inflační daň” označuje fakt, že inflace “rozpouští” hodnotu dluhů (zejména státních). Navýšení inflace je tudíž cestou, jak se může stát zbavit excesivních dluhů na úkor věřitelů a střadatelů (inflace “rozpouští” hodnotu peněz obecně, tedy i úspor).

54. Tím nemyslím navázání eura na určité množství zlata, pouze to, že alespoň 1% pasiv Evropské centrální banky by muselo být kryto zlatem(jeho tržní hodnotou).

55. Eduard Štorch, román *Osada Havranů*.

56. Měna s nuceným oběhem, též měna z moci úřední, nekrytá měna, legal tender,...

je silněji vryta do lidského podvědomí.

“Reálnou” hodnotu fiat měny, očištěnou od faktoru důvěry běžných ekonomických subjektů, která je svou podstatou kusem papíru, mincí z obecného kovu či číslem v bankovním serveru tvoří zejména schopnost státního aparátu vynutit její přijímání (Statut “Zákonného platidla”), to, že ji přijímá (většinou, kromě případů hyperinflace) stát a státem vlastněné podniky, a v poslední řadě úvěrová charakteristika velké části emitované fiat měny⁵⁷.

Velkou část měnové zásoby totiž (alespoň v Evropské unii) uvolňují centrální banky ve formě repo půjček komerčním bankám, které proti této likviditě poskytují půjčky firmám a domácnostem.

Částečně (ale jen částečně) platí pravidlo ze známého “dokumentu” *Money as debt* přístupném na portálu *Youtube.com*. Většina peněz je vytvořena proti dluhu, což znamená, že ten dluh musí být splacen i s úrokem, a to znamená, že po fiat měně bude vždy poptávka, protože musí být “splacena” (Jinými slovy, fiat měna je také “krytá”).

Velkou výhodou zlata je fakt, že v podstatě nemůže projít hyperinflací. Těžba zlata je relativně omezená v poměru k celkové zásobě⁵⁸, kdežto zásoba fiat měny může být libovolně navýšena ať už zákrokem centrální banky či substitucí úvěrovou emisí obchodních bank.

Ačkoli jsou fiat peníze svým způsobem kryté, jejich zvýšená emise způsobí inflaci⁵⁹, která dokáže

57. Centrální banka, zpravidla emituje měnu formou půjčky, tedy navýší svá pasiva (objem emitovaných peněz), tak svá aktiva (příslib splatit danou částku i s úrokem), či nákupem státních dluhopisů a jiných cenných papírů, zlata, deviz,....

58. Kumulovaná světová zásoba zpracovaného zlata je odhadována na přibližně 170 000 tun. Při současné roční těžbě zlata v objemu 2860 tun tedy dochází k nárůstu kumulované zásoby zlata o 1,7% ročně. Navíc, z logiky věci, pokud nebude docházet k plynulému navýšování objemu těžby zlata (kteréžto může narazit na přirozené fyzické limity) bude tempo tohoto růstu postupně klesat.

59. Čistě z logiky věci, platí zákon nabídky a poptávky, takže zvýšení nabídky peněz bez odpovídajícího zvýšení nabídky zboží a služeb vyvolá pokles hodnoty peněz, tedy inflaci. Z tohoto pravidla existují výjimky, zejména v ekonomikách s rozsáhlým a složitým finančním systémem, dané změnou rychlosti oběhu peněz, tedy tím, že velká část peněz emitovaných centrální bankou může zůstat ve finančním systému (trh dluhopisů a akcií, nadměrné rezervy komečních bank u centrální banky,....), jako se to stalo v poslední době ve Spojených státech a eurozóně, kdy markantní navýšení objemu měnové báze nepřineslo odpovídající cenový nárůst. Je to dáno zejména tím, že v prostředí bankovníctví částečných rezerv (Banky mohou pomocí procesu multiplikace deposit poskytnout úvěry v mnohonásobném objemu svých likvidních rezerv, které pak svým způsobem fungují jako měna) závisí nárůst objemu měnové zásoby více na poptávce firem a domácností po úvěrech, nežli na stimulační politice centrální banky. Většina peněz totiž vzniká úvěrovou emisí také jde přímo do reálné ekonomiky (je použita na spotřebu či reálné investice), kdežto peníze emitované centrální bankou nákupem státních dluhopisů či jako půjčky bankovnímu sektoru končí v bilancích bank a ty mají během krize či období anemického růstu velký problém najít dostatek bonitních zájemců o úvěr. Ve “vyspělých” ekonomikách chybí přímý kanál, kterým by mohla centrální banka injektovat peníze přímo do reálné ekonomiky, či se spíše tyto klasické kanály nepoužívají (například masivní zbrojení, velké infrastrukturní projekty, distribuce emitovaných peněz obyvatelstvu,....).

v extrémním případě způsobit celkové zhroutení peněžního systému tedy vymazání hodnoty dluhů a úspor a přechod na nový prostředek směny.

Z tohoto pohledu je zlato "bezpečnější", ovšem i fiat měna může být "bezpečná", pokud za ní stojí zodpovědná vláda a centrální banka. Důležité je, aby taková měna a centrální banka byla chráněna a zároveň regulována "Ústavními pojistkami".

Jako hlavní argument proti zlatému standardu však považuji to, co jeho zastánci považují za jeho hlavní výhodu, tedy dosti striktně omezenou měnovou zásobu.

Aby nedošlo k omylu, rozhodně nejsem zastáncem inflacionistického modelu ve stylu Johna Locka či aktuálně Paula Krugmana, inflaci (a její současné cílování) považuji za škodlivou pro ekonomiku, obdobně či možná ještě více může být škodlivá silnější dlouhodobá deflace.

Inflace zvýhodňuje dlužníky na úkor věřitelů⁶⁰. Vede k boomu spotřeby financované na dluh a také k boomu investic díky snadné dostupnosti kapitálu.

Inflační prostředí v dlouhodobém horizontu vede k problémům. Výrazně zvyšuje riziko vzniku bublin, snižuje přirozený sklon k tvorbě úspor, taktéž podporuje tvorbu neefektivních investic vlivem nízké ceny financování, obecně deformuje ekonomiku a ztěžuje ekonomickou kalkulaci.

Z krátkodobého hlediska jsou její dopady poměrně pozitivní, jedná se ale o "finanční kokain". Ekonomika se rychle stává "závislou" na pokračujícím přílivu peněz a s navyšujícími se "dávkami" dochází k rozsáhlejší a rozsáhlejší deformaci ekonomiky. Čím déle trvá inflační epizoda, tím nepříjemnějším se stává "detox".

Deflace naopak zvýhodňuje věřitele na úkor dlužníků⁶¹. Vede k útlumu spotřeby financované na dluh, to ale není zásadní problém, spíše naopak, a k útlumu investiční aktivity, jelikož stoupá cena kapitálu.

Ten útlum spotřeby není tak závažný, jak se často tvrdí (zcela absurdní je tento argument v situaci, kdy hrozí deflace v rozmezí několika desetin až jednoho procenta). Týká se zejména zboží dlouhodobé spotřeby.

Ke klasické hyperinflaci dochází spíše v méně rozvinutých ekonomikách (obvykle různé diktatury, zejména socialistické, Rusko, "banánové republiky") z důvodu toho, že centrální banka ve velkém měřítku financuje státní rozpočet peněžní emisí a tyto peníze jsou obvykle investovány do zbrojení či sociálních programů, takže existuje přímý transmisní kanál do reálné ekonomiky, kde příliv peněz způsobí rychlý cenový nárůst. Podobně docházelo k hyperinflacím i v minulosti (Francie v období První republiky, Výmarská republika, poválečné Maďarsko,...).

60. Inflace znamená pokles reálné úrokové sazby. Pokud například tržní úroková sazba činí 3% p.a. a míra inflace 2,5% p.a., reálná úroková sazba činí pouze 0,5% p.a., jelikož hodnota dluhu vlivem znehodnocování měny klesá. Inflace tedy ulehčuje dlužníkům splácení jejich dluhů.

61. Deflace znamená naopak vzestup reálné úrokové sazby, jde o stejný mechanismus popsany v předchozím bodě, pouze v opačném gardu.

Významnější je dopad deflace na investice, zejména investice dlouhodobého charakteru. Navyšuje totiž reálné úrokové sazby, což je u investic financovaných úvěrem (což je většina) dosti nepříjemné, taktéž snižuje atraktivitu akcií⁶², takže omezuje či prodražuje přístup firmám ke kapitálu ve všech formách. Pokud deflace dosahuje intenzity někde mezi 1-3% p.a., nemusí to ještě nutně znamenat katastrofu (většinou to proběhne relativně bez problémů). Pokud dosahuje vyšších hodnot, znamená to skutečný problém pro hospodářský růst, pro nějž jsou investice dosti zásadní.

Firmy pokud stoupá hodnota dluhů, firmy jsou nuceny zvyšovat svoji ziskovost, aby je byly schopny splácet, jinými slovy deflace znamená tlak na zvyšování produktivity. Zvyšování produktivity je obecně žádoucí věc, v deflačním prostředí má ale jeden zajímavý vedlejší efekt. Vede k další deflaci. Zvýšení nabídky zboží a služeb při zachování stejné měnové zásoby vede obecně k poklesu cen, tedy deflaci.

Podobně jako v případě úvěrové bubliny v nemovitostním sektoru zde působí kladná zpětná vazba ("sebebopohánějící se spirála"). Jak s tím souvisí zlato, popřípadě zlatý standard?

Měnová jednotka je definována jako pevně dané množství zlata, tudíž měnová zásoba je přímo úměrná množství zlata v trezorech centrální banky⁶³, to znamená, že jediná cesta k navýšení měnové zásoby je navýšení objemu zlata (buď těžba, nebo zahraniční obchod).

Obecně vzato zásoba zlata má (pokud vůbec) sklon stoupat lineárně, kdežto ekonomika má naopak sklon stoupat exponenciálněⁱⁱⁱ, pokud jí v tom něco nebrání. Silná deflace ale velice účinně tlumí hospodářský růst. Vláda a centrální banka v takovém případě stojí před volbou. Pokud chce udžet "zlatou jistotu" má několik možností.

Tou první je tvrdošíjně udržování parity měnové jednotky a zároveň 100% krytí. To ale vede k deflaci a útlumu ekonomického růstu. V takovémto případě vláda a centrální banka udrží stabilní zlatou měnu za cenu toho, že ekonomika zůstává dlouhodobě hluboce pod svým potenciálem.

Druhou možností je postupné snižování zlaté parity měnové jednotky (tedy, že vláda a centrální banka vyhlásí, že jedna koruna už není například 1 gram zlata ale pouze 0,7 gramu). To ale zapříčiní masivní výběru zlata z centrální banky. Snadno to vyústí v kolaps celého vládního systému peněz, protože v takovém případě je výhodnější držet fyzické zlato (nepodléhá devalvaci).

Třetí a nejčastější volbou je aplikace principu částečných rezerv. V takovém případě centrální

62. Deflace totiž vede k nižším nominálním ziskům, tudíž i nižším nominálním dividendám. Obecně vzato, deflace přeje spíše aktivům s pevným úročením, nikoli "hmotným" aktivům, jako jsou akcie a komodity.

63. Tak tomu alespoň je v "pravém" zlatém standardu, kde centrální banka udržuje plné zlaté krytí své měny.

banka udržuje zlaté rezervy, které pokrývají určité procento měnové zásoby a doufá, že si nepřijde nadkritické množství držitelů bankovek směnit své peníze za zlato.

Obecně vzato, tento systém bývá předehrou k opuštění zlatého standardu. Procento zlatého krytí se totiž s růstem ekonomiky (či s válkou a potřebou financovat ji "tiskařským lisem") klesá až k nebezpečné úrovni. Existuje několik částečných výjímek⁶⁴.

Jakmile přijde vážná krize, buďto dojde k omezení zahraniční konvertibility, což má samozřejmě zhoznuté dopady na mezinárodní obchod a posléze na ekonomiku či "dočasnému" opuštění zlatého standardu. Takto se zhroutil meziválečný "Standard zlaté devizy" založený na britské libře či poválečný Brettenwoodský systém⁶⁵ založený na americkém dolaru.

Obecně vzato tedy zlatý standard buďto spolehlivě "přidusí" ekonomiku či se postupně stane iluzí a přejde v klasický systém fiat peněz.

Tato perspektiva se mi nezdá příliš lákavá. Proto jí nedoporučuji jako ideální měnový systém pro euro. Na druhou stranu zlato představuje vynikající rezervní aktivum, díky výše popisovaným vlastnostem. Představuje pojistku před inflací, je odolné vůči politickým vlivům, nepodléhá zkáze, dlouhodobě narůstá na ceně, navíc rozsáhlé zlaté rezervy dodávají dotyčné měně a centrální bance jistou auru důvěryhodnosti.

Zlato taktéž v minulosti sloužilo jako "železná rezerva" pro případ války a jejího financování⁶⁶.

Proto si myslím, že by právě zlaté rezervy měly tvořit určitou (ikdyž možná pouze symbolickou) pojistku hodnoty eura a "brzdu" vůči přílišné měnové expanzi. Jako ideální měnový systém pro euro bych tedy viděl "Fiat money s pojistkami".

Dnešní zlaté rezervy Evropské centrální banky a Eurosystemu (cca 10 500 tun) pokrývají přibližně 1,13%⁶⁷ hodnoty⁶⁸ jejich pasiv. Bylo by vhodné tento poměr přibližně zachovat

64. Zlatý standard devatenáctého století vedl k deflaci, ale ne příliš silné a ekonomika v systému "laissez-faire" zažívající neobyčejný boom produktivity přesto dokázala generovat značný růst. Tehdejší zlatý standard ale zažil mnoho krizí, Bank of England několikrát čelila vyčerpání zlatých rezerv, taktéž pozastavovala proplácení bankovek, ... rozhodně nešlo o "klasický" stabilní zlatý standard.

65. Takzvané "Vícetupňové" zlaté standardy. Centrální banky držely v rezervách kromě zlata i "zlaté devizy" (libru či později dolar) směnitelné ve zlato.

66. Machinace se zlatými rezervami během Španělské občanské války či ještě rozsáhlejší operace tohoto druhu během Druhé světové války jsou obecně známé.

67. Výpočet založený na agregované bilanci Eurosystemu, objemu zlatých rezerv Eurosystemu, ceně zlata a kurzu eura k americkému dolaru k 10.2.2016.

68. To vidím jako možná nejzásadnější argument proti zavádění zlatého standardu v budoucí Měnové unii. S takto "malým" množstvím zlata při současné tržní ceně není ani hypoteticky možné provozovat volnou směnitelnost eura ve zlato. Celý systém by byl skutečně extrémně náchylný vůči spekulativním útokům. Přízpusobením hodnoty eura objemu zlatých rezerv by naopak vedlo ke ztrátě téměř 98% hodnoty eura. Jediný, kdo by z toho měl prospěch, jsou majitelé fyzického zlata. Čistě z logických důvodů jde o absolutně nemyslitelnou operaci.

(ve formě požadavku na krytí ve výši alespoň 1%). Zlato může být stejně jako ostatní aktiva nakupováno, navíc jeho hodnota v čase zpravidla roste⁶⁹, tudíž by s udržováním této hranice neměl být zásadní problém a Evropské centrální bance a euru by to poměrně výrazně zvýšilo důvěryhodnost.

Věřím, že euro opřené o takto reformovanou Evropskou centrální banku a Měnovou unii by se v dlouhodobém či střednědobém horizontu mohlo stát vážným konkurentem amerického dolaru spíše než čínský juan. Zbaveno problémů s vnitřní integritou, disponující aurou nejrozsáhlejších zlatých rezerv a finanční bilance, rozsáhlými devizovými rezervami, mohutným a plně integrovaným kapitálovým trhem, opírající se o silné, tradiční a diverzifikované ekonomiky typu Německa (z čehož vyplývá vyrovnaná či dokonce přebytková platební bilance) které jsou navíc známé silným bankovním sektorem a nově vybaveno "protiinflačními pojistkami" by představovalo rezervní měnu *par excellence*.

Jsem taktéž přesvědčen, že ekonomice v dlouhodobém měřítku prospívá skutečná měnové a cenové stabilita. Inflace či naopak deflace totiž zvýhodňuje buďto dlužníky nebo v opačném případě věřitele, jinými slovy výrazně ztěžuje možnost ekonomické kalkulace a optimální alokace zdrojů nezbytné k harmonickému fungování tržní ekonomiky a tedy zde navržená změna inflačního cílování by znamenala odstranění strukturálního defektu tížícího ekonomiky (nejen) Měnové unie, i možná jako precedent a vzor pro ostatní centrální banky.

Zde navržená strukturální změna by celému "Eurosystému" vtiskla výrazně přehlednější a efektivnější rámec.

Následující kapitola (Dodatek) zde popsané změny převádí do formy dodatku k primárnímu právu Evropské unie.

69. Objem ekonomiky (a objem měnové zásoby) zpravidla roste rychleji než těžba zlata, navíc trh se zlatem je relativně dobře manipulovatelný velkou centrální bankou typu Federálního rezervního systému či Evropské centrální banky. Roční těžba zlata se pohybuje přibližně okolo 2800 tun a i dodatečná poptávka v řádu několika stovek tun dokáže značně ovlivnit ceny. Vzhledem k tomu, že 10 500 tun zlata tvoří pouhých 1,13% bilanční sumy Eurosystému (tento návrh předpokládá přesun celé této bilance přímo na Evropskou centrální banku) je jasné, že kapacita Evropské centrální banky je více než dostatečná na případné intervenční nákupy zlata. Cena zlata navíc nevykazuje příliš často skutečně extrémní výkyvy, v poslední době pouze dvě období "bublin", první na přelomu 70. a 80. let (období stagflace, ropných šoků a islámské revoluce v Íránu) 20. století, ta druhá na přelomu první a druhé dekády 21. století (zde popisovaná hypoteční krize ve Spojených státech a následná dluhová krize v Evropské unii). Cena zlata obecně prochází bublinami během období krizí, kdy panuje obecná nálada "Finančního armagedonu" a zlato je bráno jako jediná jistota v rozpadajícím se světě. S koncem krize a uklidněním situace se pak cena zlata vrací k dlouhodobému trendu.

Dodatek:

Smlouva o Fiskální, Kapitálové, Bankovní a Měnové unii pozměňující Smlouvu o Evropské unii a Smlouvu o fungování Evropské unie

Kapitola první: Preambule

Za účelem *stabilizace* a udržení Evropské integrace na měnovém a finančním poli nezbytné pro ekonomický růst a sociální smír,

prohloubení vzájemných vazeb mezi současnými členy eurozóny a ostatními členy Evropské unie,

ochrany ekonomik před budoucími nepříznivými šoky

a *posílení* role eura v mezinárodním měnovém systému

se členské státy Evropské unie rozhodly vložit do primárního práva Evropské unie tuto Smlouvu.

Kapitola druhá: Institucionální ustanovení

Oddíl první: Evropská centrální banka

Pododdíl první: Obecná ustanovení

1. Evropská centrální banka je centrální bankou Měnové unie a dozorčí a regulační autoritou Kapitálové a Bankovní unie Evropské unie.
2. Evropská centrální banka požívá plné nezávislosti na ostatních Institucích Evropské unie a členských státech.
3. Evropská centrální banka je měnovou bankou eura, je jediným emitentem bankovek eura a reguluje členské banky při emisi mincí eura.
4. Evropská centrální banka zastupuje členské státy Měnové unie v institucích jako je Mezinárodní měnový fond, Banka pro mezinárodní vypořádání či SWIFT.
5. Evropská centrální banka sbírá, zpracovává a publikuje údaje o ekonomice Fiskální, Kapitálové, Bankovní a Měnové unie.

6. Evropská centrální banka má plnou právní subjektivitu.
7. Evropská centrální banka má ve všech členských státech nejširší možnou způsobilost k právním úkonům přiznanou podle vnitrostátního práva právnickým osobám, může nabývat a zcizovat majetek a vystupovat před soudy.
8. Aktiva, transakce, zisky, dividendy a platy vyplácené zaměstnancům Evropskou centrální bankou nepodléhají zdanění, zabavení a prohlídce, ať už exekutivním, legislativním či justičním aktem na celém území Evropské unie.
9. Evropská centrální banka je prioritním věřitelem. Splacení pohledávek Evropské centrální banky má absolutní přednost před řešením všech ostatních pohledávek.
10. Zaměstnanci Evropské centrální banky požívají plné imunity na celém území Evropské unie ve věcech souvisejících s jejich prací.
11. Budovy Evropské centrální banky požívají statutu exterritoriality.

Pododdíl druhý: Základní kapitál

1. Základní kapitál Evropské centrální banky je 10 000 000 000 eur, rozdělený do akcií o nominální hodnotě 1000 eur.
2. Akcionářem Evropské centrální banky se může stát centrální banka jakéhokoli členského státu Evropské unie.
3. Centrální banka držbou akcií Evropské centrální banky získává následující práva:
 - A.** Hlasovat v Radě guvernérů (banky, jež se neúčastní Měnové unie nemohou hlasovat ohledně záležitostí týkajících se Měnové unie, banky neúčastnící se Bankovní unie nemohou hlasovat o záležitostech týkajících se Bankovní unie a banky neúčastnící se Kapitálové unie nemohou hlasovat o záležitostech týkajících se Kapitálové unie).
 - B.** Podílet se na zisku Evropské centrální banky (pouze účastníci Měnové unie).

4. Podíl jednotlivých členských bank na základním kapitálu Evropské centrální banky se vypočítá dle podílu domovské země dané banky na počtu obyvatel a HDP Měnové unie v roce vstupu do Měnové unie. Oba ukazatele mají při úpisu kapitálu stejnou váhu. Dle tohoto klíče se postupuje i při navyšování základního kapitálu.

Pododdíl třetí: Hospodářský výsledek

1. Hospodářský výsledek Evropské centrální banky se skládá ze dvou ukazatelů:
 - A. Reálný hospodářský výsledek (rozdíl mezi příjmy a výdaji Evropské centrální banky, zahrnuje i zisky či ztráty z realizovaných obchodů).
 - B. Účetní hospodářský výsledek (zahrnuje i potencionální (nerealizované) zisky a ztráty dané držbou aktiv).
2. Dosáhne-li Evropská centrální banka reálného zisku, rozhoduje Rada guvernérů o jeho rozdělení. Zisk může být použit následujícími způsoby:
 - A. Uhrazení ztráty z předchozích let(doplnění základního kapitálu).
 - B. Navýšení rezervních fondů.
 - C. Vyplacení dividendy akcionářům (účastníkům měnové unie, dle jejich podílů).
3. Dosáhne-li Evropská centrální banka reálné ztráty, bude tato ztráta uhrazena snížením rezervních fondů Evropské centrální banky. Dojde-li k vyčerpání rezervních fondů, ztráta bude uhrazena ze základního kapitálu Evropské centrální banky. V takovém případě není možné vyplácet dividendu až do chvíle plného doplnění základního kapitálu.
4. Dojde-li k vyčerpání základního kapitálu Evropské centrální banky, dojde k jeho automatickému navýšení. V takovémto případě navýšení kapitálu nevyžaduje hlasování Rady guvernérů.

5. Dosáhne-li Evropská centrální banka účetní ztráty, zváží Rada guvernérů navýšení rezervních fondů pro případ její možné realizace.
6. Při vstupu do Měnové unie musí členská banka plně splatit svůj podíl na základním kapitálu. Banky, které nejsou členy Měnové unie nemají právo hlasovat o navýšení základního kapitálu.
7. Banky, které nejsou členy Měnové unie jsou povinny odvádět Evropské centrální bance pravidelnou platbu za poskytování služeb souvisejících s provozováním Kapitálové a Bankovní unie na území spadajícím pod jejich jurisdikci. Stanovení výše této platby se ponechává na dohodě mezi dotyčnou bankou a Evropskou centrální bankou. Tato dohoda bude začleněna v přístupové dohodě dotyčné banky do Kapitálové či Bankovní unie. Členové Měnové unie jsou této platby zproštěni.

Pododdíl čtvrtý: Organizační struktura

Část první: Rada guvernérů

1. Rada guvernérů je nejvyšší autoritou Evropské centrální banky. Skládá se ze zástupců jednotlivých akcionářů. Hlasovací síla jednotlivých členů Rady guvernérů je přímo úměrná počtu akcií daného akcionáře Evropské centrální banky.
2. Pravomoci Rady guvernérů jsou tyto:
 - A. Volba presidenta Evropské centrální banky
 - B. Volba členů Měnového výboru
 - C. Volba členů Výkonného výboru
 - D. Hlasování o rozdělení zisku či ztráty
 - E. Navýšení kapitálu Evropské centrální banky
 - F. Stanovení koše zboží a služeb pro měření inflace.
 - G. Ustanovení Fondu pro řešení bankovních problémů a Fondu pojištění vkladů.
 - H. Volba členů předsednictva Fondu pro řešení bankovních problémů.
 - I. Volba členů předsednictva Fondu pojištění vkladů.
 - J. Stanovení příspěvků do fondu pro řešení bankovních problémů a fondu pojištění vkladů.
 - K. Stanovení legislativy týkající se Kapitálové a Bankovní unie.
 - L. Přijímání nových členů Kapitálové, Bankovní a Měnové unie a procedurální úkony s tím spojené.

3. Rada guvernérů jmenuje: presidenta Evropské centrální banky většinou 4/5 hlasů, členy Měnového výboru většinou 4/5 hlasů, členy Výkonného výboru většinou 4/5 hlasů, členy předsednictva Fondu pro řešení bankovních problémů a Fondu pojištění vkladů většinou 4/5 hlasů..
4. O rozdělení zisku rozhoduje Rada guvernérů prostou většinou, o navýšení kapitálu většinou 4/5 hlasů.
5. Rada guvernérů schvaluje koncensem ustavující listiny Fondu pro řešení bankovních problémů a Fondu pojištění vkladů.
6. Rada guvernérů schvaluje legislativu týkající se Kapitálové a Bankovní unie většinou 4/5 hlasů, pro vypracování této legislativy může zřizovat zvláštní komise. Rada guvernérů taktéž stanovuje 4/5 většinou hlasů příspěvky do Fondu pro řešení bankovních problémů a Fondu pojištění vkladů.
7. Rada guvernérů přijímá nové členy Kapitálové, Bankovní a Měnové unie koncensem. Procedurální záležitosti s tím spojené jsou řešeny 4/5 většinou hlasů.
8. Složení koše zboží a služeb pro měření inflace schvaluje Rada jednomyslně. Přísně se zapovídá jakákoli změna s účelem statistického snížení inflace.
9. Rada guvernérů se schází alespoň dvanáctkrát ročně.

Část druhá: Výkonný výbor

1. Výkonný výbor se skládá z pěti členů volených Radou guvernérů a presidenta Evropské centrální banky.
2. Členové Výkonného výboru jsou voleni Radou guvernérů na funkční období v délce pěti let.
3. Výkonný výbor řídí běžné fungování Evropské centrální banky.
4. Výkonný výbor rozhoduje většinou 4 hlasů.

Část třetí: Měnový výbor

1. Měnový výbor se skládá z pěti členů volených Radou guvernérů a presidenta Evropské centrální banky.
2. Členové Měnového výboru jsou voleni Radou guvernérů na funkční období v délce pěti let.
3. Měnový výbor stanovuje a provádí měnovou politiku Evropské centrální banky, tedy stanovuje depositní a zápůjční sazby, stanovuje kapitálové a rezervní požadavky(a to i selektivně) a provádí operace volného trhu.
4. Měnový výbor taktéž rozhoduje o správě devizových rezerv.
5. Měnový výbor rozhoduje většinou 4 hlasů.

Část čtvrtá: President Evropské centrální banky

1. President Evropské centrální banky je vrcholným představitelem Evropské centrální banky.
2. President je reprezentuje Evropskou centrální banku, účastní se jednání Evropské rady a jednou ročně prezentuje Evropskému parlamentu Zprávu o činnosti Evropské centrální banky.
3. President Evropské centrální banky je volen Radou guvernérů na funkční období v délce sedmi let.
4. President Evropské centrální banky je členem Měnového a Výkonného výboru Evropské centrální banky, vede jejich jednání a disponuje hlasovacím právem.

Pododdíl pátý: Měnová politika

1. Hlavním a nezastitelným úkolem Evropské centrální banky je udržování cenové stability. Při plnění tohoto úkolu Evropská centrální banka přihlíží zejména k ekonomické stabilitě jednotlivých členských států a Měnové unie jako celku.
2. Kumulovaná výše inflace dle indexu schváleného Radou guvernérů nepřekročí v desetiletém horizontu 1%. Pro další období se jako výchozí hodnota vždy použije původní hodnota indexu.
3. Nástroji měnové politiky Evropské centrální banky jsou tyto: stanovení úrokových sazeb na zápůjčních a depozitních facilitách, operace volného trhu, stanovení kapitálových požadavků, povinných minimálních rezerv a speciální korekční mechanismus.
4. Nástroj ve formě stanovení kapitálových a rezervních požadavků Evropská centrální banka používá zejména ke stabilizaci ekonomik jednotlivých států Měnové unie. Tyto požadavky nemusejí být v celé Unii stejné. Nástroj ve formě kapitálových požadavků Evropská centrální banka může stanovovat selektivně i pro jednotlivé druhy a poddruhy aktiv, vyžadují-li to okolnosti.
5. Speciální korekční mechanismus umožňuje Evropské centrální bance v případech, kdy to vyžadují okolnosti a v odůvodněném měřítku zcela selektivně, systémově významným bankám navýšit požadavky na kapitálovou přiměřenost.
6. Alespoň 1% pasiv Evropské centrální banky musí být kryto fyzickým zlatem uskladněným na území Evropské měnové unie.

Pododdíl šestý: Devizové rezervy

1. Devizové rezervy jsou aktiva centrální banky denominovaná v cizích měnách, zlato, Zvláštní práva čerpání (SDR) a Rezervní pozice u Mezinárodního měnového fondu.
2. Evropská centrální banka shromažďuje a spravuje devizové rezervy s péčí řádného hospodáře.
1. Devizové rezervy mohou být využity pro stabilizaci kurzu eura. Využití zlatých rezerv musí být schváleno koncensem Rady guvernérů.

Pododdíl sedmá: Platební a clearingové systémy

1. Evropská centrální banka zajišťuje plynulé fungování platebních a clearingových systémů v Měnové unii.

Oddíl druhý Evropský systém centrálních bank

1. Evropský systém centrálních bank(dále jen ESCB) je organizace centrálních bank členských států Evropské unie založená za účelem dosažení hlubší shody a koordinace monetárních politik uvnitř Evropské unie.
2. ESCB se sestává z Evropské centrální banky a centrálních bank členských a přidružených států Evropské unie.
3. Úkolem ESCB je:

A. Napomáhat harmonizaci a kooperaci monetárních politik členských centrálních bank.

- B.** Poskytovat členským bankám odborné poradenství a zprostředkování zkušeností s prováděním měnové politiky.
 - C.** Zajišťovat plynulý platební styk.
 - D.** Shromažďovat a publikovat statistické údaje o ekonomikách členských a přidružených států.
4. Hlavním orgánem ESCB je Rada guvernérů. Každá členská banka je v Radě zastoupena jedním členem. Rada přijímá rozhodnutí všeobecným konsensem.
 5. Financování ESCB se ponechává na dohodě členských bank.

Kapitola třetí: Fiskální, Kapitálová, Bankovní a Měnová unie

Oddíl první: Fiskální unie

1. Za účelem dosažení stability veřejných financí, prevenci inflace a pro lepší zvládnutí hospodářských výkyvů se signatářské státy zavazují dodržovat následující ustanovení.
 - A.** Deficitní hospodaření se signatářským státům umožňuje pouze za pokud bude jejich hospodaření ve čtyřletém horizontu vyrovnané.
 - B.** Výjimkou z ustanovení bodu *a* je válečný stav. V případě jiných neobyčejně závažných situací je možné jednomyslným rozhodnutím Rady Evropské unie (která se v takovém případě sestává pouze ze zástupců signatářských států) může být rozpočtový horizont prodloužen na šest či devět let.
 - C.** Státy, jejichž dluh přesahuje hranici 60% HDP jsou povinny nad rámec rozpočtového horizontu snižovat svůj dluh alespoň o 0,5% HDP ročně.
 - D.** V případě porušení ustanovení bodů *a*. a *b*. bude signatářský stát penalizován pokutou ve výši 30% z excesivního dluhu. Tyto finanční prostředky budou použity k navýšení rezervních fondů Evropské centrální banky.

E. Výjimkou z ustanovení bodů *a. b. c. a d.* je situace, kdy zadlužení daného státu nepřekračuje 30% HDP daného státu.

2. Dohled nad dodržováním této smlouvy se svěřuje Evropské centrální bance. Případné spory spadají do kompetence Evropského soudního dvora.
3. Účast ve Fiskální unii není pro členský stát povinná, je ale podmínkou pro účast v Bankovní a Měnové unii. Účast ve Fiskální unii také opravňuje členský stát žádat v případě závažných potíží o finanční asistenci Evropské centrální banky a umožňuje Evropské centrální bance, aby v rámci měnové politiky nakupovala jeho dluhopisy.
4. Členství ve Fiskální unii je otevřené pro jakýkoli členský stát Evropské unie. Podmínkou pro členství ve Fiskální unii je závazná právní implemenace ustanovení týkajících se Fiskální unie daným státem.

Oddíl druhý: Kapitálová unie

1. Za účelem rozšíření a prohloubení kapitálových trhů, nezbytným pro zajištění alternativních zdrojů financování zejména malým a středním firmám, zvýšení likvidity a odolnosti finančních trhů a dosažení stabilního hospodářského růstu signatářské státy ustavují Kapitálovou unii Evropské unie.
2. Signatářské státy Kapitálové unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit na jejich území jednotný regulační rámec v oblasti:
 - A. Kapitálových trhů
 - B. Investičních fondů a služeb
 - C. Pojišťovnictví
3. Kapitálová unie je jednotným trhem finančních služeb v oblastech regulovaných rozhodnutími Evropské centrální banky. Tyto oblasti pak spadají pod justiční pravomoc Evropského soudního dvora.

4. Účast v Kapitálové unii není pro členský stát povinná, je ale podmínkou pro účast v Bankovní a Měnové unii.
5. Členství v Kapitálové unii je otevřené pro jakýkoli členský stát Evropské unie. Podmínkou pro členství v Kapitálové unii je závazná právní implemenace ustanovení týkajících se Kapitálové unie daným státem a souhlas Rady guvernérů.

Oddíl třetí: Bankovní unie

1. Za účelem zvýšení odolnosti bankovního systému, prevenci inflace, cenových bublin a zajištění ekonomické stability signatářské státy ustavují Bankovní unii Evropské unie.
2. Bankovní unie se skládá z:
 - A. Jednotného regulatorního rámce:
 - a. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit na jejich území jednotný regulatorní rámec v oblasti bankovníctví.
 - B. Jednotného mechanismu bankovního dohledu:
 - a. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc provádět dohled nad bankami spadajícím pod jejich jurisdikci.
 - C. Jednotného mechanismu řešení bankovních problémů:
 - a. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit na jejich území jednotný rámec pro řešení bankovních problémů pomocí Fondu pro řešení bankovních problémů.
 - b. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit a vybírat na jejich území příspěvky do Fondu pro řešení bankovních problémů.

D. Jednotného systému pojištění vkladů:

a. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit na jejich území jednotný systém pojištění vkladů.

b. Signatářské státy Bankovní unie poskytují Evropské centrální bance plnou pravomoc stanovit a vybírat na jejich území příspěvky do Fondu pojištění vkladů.

3. Bankovní unie je jednotným trhem bankovních služeb v oblastech regulovaných rozhodnutími Evropské centrální banky. Tyto oblasti pak spadají pod justiční pravomoc Evropského soudního dvora.
4. Účast v Bankovní unii není pro členský stát povinná, je ale podmínkou pro účast v Měnové unii.
5. Členství v Bankovní unii je otevřené pro jakýkoli členský stát Evropské unie. Podmínkou pro členství v Bankovní unii je závazná právní implementace ustanovení týkajících se Bankovní unie daným státem, členství ve Fiskální a Kapitálové unii a souhlas Rady guvernérů.

Oddíl čtvrtý: Měnová unie

1. Za účelem usnadnění obchodu, podnikání a investic, urychlení růstu životní úrovně, zajištění ekonomické stability, posílení konvergence mezi ekonomikami a završení integrace na měnovém a finančním poli signatářské státy ustanovují Měnovou unii Evropské unie.
2. Signatářské státy tímto poskytují Evropské centrální bance výlučnou pravomoc stanovit a provádět měnovou politiku.
3. Signatářské státy se tímto zavazují přijmout euro jako svojí zákonnou měnu a zajistit její bezproblémové přijímání na svém území.
4. Signatářské státy se tímto zavazují předat Evropské centrální bance své podíly a zastoupení v Mezinárodním měnovém fondu, Bance pro mezinárodní vypořádání, organizaci SWIFT a ostatních institucích obdobného účelu.

5. Členství v Měnové unii je otevřené pro jakýkoli členský stát Evropské unie. Podmínkou pro členství v Měnové unii je závazná právní implementace ustanovení týkajících se Měnové unie daným státem, členství ve Fiskální, Kapitálové unii a Bankovní unii, splnění přístupových kritérií a souhlas Rady guvernérů

6. Přístupová kritéria pro vstup do Měnové unie jsou tato:

A. Cenová stabilita. Inflace měřená Harmonizovaným indexem spotřebitelských cen dle metodiky Evropské centrální banky v tříletém období nepřekročí průměrnou inflaci v Měnové unii o více než 1%.

B. Kurzová stabilita. Měna kandidátského státu se musí po tři roky účastnit kurzového stabilizačního mechanismu, tj. její kurz nesmí opustit rozmezí $\pm 5\%$ od centrální parity. Výjimkou je situace, kdy se měna kandidátského státu nachází v režimu Měnového výboru a pokud jejím benchmarkem euro. Pro uznání této výjimky je také zapotřebí, aby takovýto pegging trval nejméně tři roky. Druhou možnou výjimkou je situace, kdy kandidátský stát jednostraně přijme euro jako svoji jedinou zákonnou měnu a tento stav trvá alespoň pět let. Takovýto případ však vyžaduje schválení členskými státy Měnové unie a Evropské centrální banky.

C. Stabilita úrokových sazeb. Úrokové sazby 10-ti letých dluhopisů kandidátského státu nesmí ve tříletém období o více než 1% překročit průměr úrokových sazeb 10-ti letých dluhopisů členských států Měnové unie.

7. Splní-li kandidátský stát přístupová kritéria, na rozhodnutí Rady guvernérů Evropské centrální banky dojde k následujícím krokům.

A. Zafixování kurzu převodu národní měny na euro ke dni určenému rozhodnutím Rady guvernérů.

B. Zavedení eura jako bezhotovostní měny (bezhotovostní platby, bankovní účty, akcie, dluhopisy, deriváty,...) a zapojení daného státu do platebních systémů Evropské centrální banky k datu určenému rozhodnutím Rady guvernérů.

C. Převod závazků a odpovídajícího množství aktiv dané centrální banky na Evropskou centrální banku. Nemá-li daná centrální banka dostatek aktiv na pokrytí svých závazků, rozdíl bude vyrovnán formou dluhopisů dané centrální banky s úrokovou sazbou rovnající se dvojnásobku základní zápůjční sazby Evropské centrální banky.

D. Zavedení eura jako hotovostní měny (výměna mincí a bankovek) a převod cen začínající datem určeným rozhodnutím Rady guvernérů.

E. Demonetizace původní měny k datu určenému rozhodnutím Rady guvernérů.

8. Účast v Měnové unii není pro členské státy Evropské unie povinná.

Kapitola čtvrtá: Obecná a závěrečná ustanovení

1. Tato smlouva nahrazuje stávající Smlouvy tvořící primární právo Evropské unie v oblasti Hospodářské a měnové unie. V této oblasti nahrazuje všechna současná ustanovení, kromě ustanovení o volném pohybu kapitálu a odbourání devizových restrikcí.
2. Ustanovení této smlouvy jsou závazná i pro současné členy Měnové unie (eurozóny), zejména pak bod **7.c** oddílu Měnová unie.
3. Po ratifikaci této smlouvy stanoví Evropská rada závazný harmonogram pro provedení změn vyplývajících z této smlouvy.
4. Tato smlouva může být před vlastní ratifikací upřesněna Evropskou radou formou protokolů. Tyto protokoly nesmí být v konfliktu s ustanoveními této smlouvy a jejich platnost je podmíněna stejnou procedurou ratifikace.
5. Tato smlouva vejde v platnost, k prvnímu lednu roku následujícího po ratifikaci této smlouvy všemi členskými státy Evropské unie a Evropským parlamentem.

Závěr

Celá zde nastíněná reforma Hospodářské a měnové unie má ale samozřejmě své nevýhody.

Tou nejpodstatnější je samozřejmě velmi obtížná prosaditelnost. Změna primárního práva vyžaduje souhlas Evropského parlamentu a ratifikaci všemi členskými státy Evropské unie bez výjimky. To není snadné zařídit, zvláště pokud daná změna obsahuje jisté kontroverze či prvky odporující partikulárním zájmům mnohých států, což by tato úprava jistě obsahovala.

Dalším problémem je obecně velká centralizace tohoto systému, což představuje poměrně výrazný krok k "Velkoevropské říši". Přenáší velmi mnoho pravomocí na Evropskou centrální banku a buduje trochu děsivý byrokratický aparát ve Frankfurtu konkurující mašinerii v Bruselu.

Na druhou stranu si myslím, že eurozóna, pokud má v přežít v současných hranicích či se dokonce rozšiřovat, potřebuje výraznou změnu, tedy zefektivnění a posílení jejích institucí a mechanismů. Státy, které se rozhodly vzdát se své měny, by měly buďto vystoupit (což je ale operace velmi složitá a riskantní, zejména kvůli přecenění bankovních aktiv) či dotáhnout věc do logického konce. Současný hybridní systém povede pouze k další krizi, která pohltí ohromné množství peněz a politického kapitálu.

Nevidím tedy jinou realističtější možnost než toto. Rozpad či rozpuštění eurozóny by znamenaly prakticky kompletní zhroucení bankovního systému či zavedení extrémních restrikcí co se týče směnitelnosti a pohybu kapitálu hodné spíše Venezuely a "banánových republik". Odstrihnutí Řecka je věc jedna. Odtržení Itálie či kompletní dezintegrace věc zcela jiná.

Nepopírám, že vznik eurozóny byl předčasný a nepříliš dobře promyšlený, už se ale stalo. Její zánik by přinesl ekonomickou krizi, která by se svou silou minimálně vyrovnala té z 30. let či z roku 1873. Jednalo by se o skutečnou katastrofu, přeci jen jde o druhou největší ekonomiku světa, na které je závislé mnoho dalších a kompletní rozvrat bankovního systému či "válečný" měnový režim dokáží ekonomiku skutečně rozložit.

Naopak země, které euro přijmout nehodlají by do toho rozhodně neměly být nuceny. Je to rozhodnutí, které s sebou nese ztrátu poměrně značné části suverenity a mělo by tudíž přijato referendem či ústavní většinou v daném státě bez vnějšího nátlaku.

Věřím, že implementace tohoto systému by znamenala výrazný posun směrem k "Dvojrychlostní Evropě"⁷⁰, tedy stavu, kdy by se Evropská unie rozdělila na integrované "tvrdé

70. Spíše "Vícerychlostní Evropě", tento stav je již dlouhou dobu realitou, ať si to Brusel přiznává, nebo ne. Existují výjimky (Opt-outy), protokoly v primárním právu, ne všechny členské státy se účastní Schengenského prostoru či Hospodářské a měnové unie, jen menší část členských států participuje na projektu Evropské daně z finančních transakcí, ne všechny členské státy podléhají Evropskému patentovému úřadu, blíží se pravděpodobně udělení dalších Opt-outů Spojenému království,...

jádro” a zbytek spolupracující hlavně ve formě vnitřního trhu Evropské unie.

Tento stav již v podstatě existuje, tato reforma by ho pouze z části formalizovala.

Zde nastíněný mechanismus “vyvažování” kapitálových toků uvnitř Měnové unie samozřejmě není samospasitelný. Může velmi efektivně potlačovat symptomy(kapitálové bubliny), jádrem problému jsou však strukturální vady či difference jednotlivých ekonomik.

Tento systém může být také velmi užitečný při rozšiřování eurozóny (Měnové unie). Zajistil by totiž postupnou adaptaci i ekonomicky dosti nekompatibilních států bez rizika bankovní krize.

Může sloužit k tomu, aby ekonomiku Měnové unie ochránil před dalším bankovním kolapsem, ale z dlouhodobého hlediska je nezbytné provést strukturální reformy zejména co se týče zdanění, trhu práce, mobility pracovní síly a podnikatelského prostředí obecně.

Neřeší problém jednotného měnového kurzu. Tento problém je v rámci jednotné měny neřešitelný. Není zkrátka možné, aby “Německé euro” mělo jiný kurz než “Řecké euro”, tedy možné to je, potom se ale nejedná o jednotnou měnu, “Německé euro” se může jmenovat marka a “Řecké euro” drachma.

“Řešením” tohoto problému je již zmíněná “Vnitřní devalvace”, ta je však velmi “bolestivá” zvláště pak pro přeregulované ekonomiky. Například v Řecku struktura mnohých odvětví ekonomiky připomíná středověké cechovní organizace. Toto či španělský nebo francouzský trh práce (extrémně složité propouštění zaměstnanců, privilegia pro odbory, vysoká hladina a komplikovaná struktura minimální mzdy,...) vede během hospodářského poklesu k tomu, že firmy, jelikož nemohou snadno propouštět přebytečnou pracovní sílu bankrotují, naopak během hospodářského růstu nejsou ochotné přijmát tolik zaměstnanců, protože se obávají té eventuality, že by se jich potřebovaly zbavit a ono to nebylo možné.

Výsledkem je vyšší míra nezaměstnanosti a nižší hospodářský růst, a to nejen během hospodářské krize, ale i konjunktury.

Řešení “Eurokrize” by tedy mělo zahrnovat i stránku týkající-se “reálné ekonomiky”, ale to je natolik komplexní problematika, že zcela přesahuje možnosti této práce a je dosti sporné, zda-li má “Evropské” řešení.

Rozhodně jím není inkorporování dokumentů typu “Evropská sociální charta” do primárního práva.

Dalším argumentem proti tomuto návrhu může být to, že zde navrhovaná Kapitálová a Bankovní unie do určité míry naruší jednotu vnitřního trhu na poli finančních a bankovních služeb.

Proti tomu bych argumentoval faktem, že pokud se zdá téměř nemožné dosáhnout vybudování skutečně integrovaného kapitálového trhu v rámci dnešních procedur vnitřního trhu je třeba hledat jiné mechanismy jak toho dosáhnout, navíc, subjekty těch členských států, které by se odmítly stát členy Kapitálové a Bankovní unie by měly stále stejný přístup do ostatních členských států, pouze v případě, že by se rozhodly podnikat na území Kapitálové či Bankovní unie by se musely (stejně jako je tomu dnes) přizpůsobit místní jurisdikci.

Věřím, že zde navržený postup je, přes všechna svoje úskalí, nejrozumnější cestou k řešení současných ekonomických potíží Evropské unie. I přestože do značné míry centralizuje rozhodovací pravomoc na "Evropské úrovni", vyhýbá se společnému rozpočtu a rozpočtové unii, které chybí demokratické legitimita potřebná pro její bezproblémové fungování (zde navrhovaná Fiskální, Kapitálová, Bankovní a Měnová unie představuje spíše technokratický mechanismus ve kterém nedochází k rozsáhlému přerozdělování hodnot), tedy politické unie či federace.

Jsem rád, že jsem zpracoval právě toto téma, neboť zajímavě slučuje klasickou makroekonomii s měnovou teorií a určitými prvky politologie, navíc se jedná o stále aktuální a kontroverzní téma. Při vytváření této práce jsem kromě zdrojů vycházel ve značné části i ze svých názorů, takže není zcela nestranná, taktéž jsem použil některé expresivnější výrazy.

Přílohy

1 x CD s elektronickou verzí ve formátu PDF.

Použitá literatura a zdroje:

PARTNERS MEDIA, s.r.o. *Finmag.cz* [online]. Dostupné z:
<http://finmag.penize.cz/>

WIKIMEDIA FOUNDATION San Francisco, *Wikipedie, otevřená encyklopedie* [online].
Dostupné z: <http://cs.wikipedia.org/> a <http://en.wikipedia.org/>

INTERNET INFO, s.r.o. *Měšec.cz*: - server o osobních financích [online]. Dostupné z:
<http://www.mesec.cz/>

TRADING ECONOMICS New York, *Trading Economics* [online]. Dostupné z:
<http://www.tradingeconomics.com/>

LUDWIG VON MISES INSTITUT, o.s. *Mises.cz* [online] Dostupné z: <http://www.mises.cz/>

INTERNATIONAL MONETARY FUND Washington d.c., *Imf.org* [online]. Dostupné z:
<http://www.imf.org/external/index.htm>

EUROPEAN CENTRAL BANK Frankfurt am Main, *Ecb.europa.eu* [online]. Dostupné z:
<http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS Basel, *Bis.org* [online]. Dostupné z:
<http://www.bis.org/index.htm>

JÍLEK JOSEF, *Finance v globální ekonomice I* GRADA Publishing, a.s., 2013, 664s. ISBN:
978-80-247-3893-2

JÍLEK JOSEF, *Finance v globální ekonomice II* GRADA Publishing, a.s., 2013, 560s. ISBN:
978-80-247-4516-9

TOMÁŠ FRÖMMEL, bakalářská práce *Politika Evropské centrální banky pohledem Teorie optimálních měnových zón*, Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta, 2014, použito se souhlasem autora.

- i. Strukturální diferenci ekonomik jednotlivých členských států eurozóny dokazuje výpočet optimální úrokové sazby pomocí takzvaného Taylorova pravidla.

Tato tabulka ukazuje optimální úrokové sazby pro jednotlivé ekonomiky.

Tab. 4 Úrokové sazby pro jednotlivé zakládající země EMU podle Taylorova pravidla (období let 1999-2013)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgie	2,812	5,611	4,939	3,321	2,876	4,380	5,455	4,483	5,151	8,952	0,070	4,216	6,557	4,794	1,603
Finsko	3,020	6,545	5,252	3,053	1,547	1,245	2,146	4,854	7,956	9,688	-1,318	1,806	6,030	4,521	1,447
Francie	2,178	4,711	4,369	4,368	4,344	4,751	4,332	4,928	4,986	6,089	0,023	2,361	3,501	2,783	0,652
Irsko	6,732	14,536	12,821	12,183	9,694	7,296	8,011	10,677	12,678	8,253	-8,487	-4,229	1,088	-0,383	-2,698
Itálie	3,646	6,018	6,601	5,661	5,333	4,791	4,547	5,402	5,354	6,730	0,094	1,859	3,975	3,267	-0,151
Lucembursko	3,359	8,185	6,204	4,986	3,502	3,923	5,100	6,133	7,247	7,650	0,480	4,003	5,633	3,823	1,148
Německo	1,667	3,666	4,621	3,120	1,802	2,686	2,301	3,727	5,767	5,906	-0,641	1,975	4,379	4,049	1,339
Nizozemsko	5,172	5,839	8,355	5,887	3,299	2,109	3,149	3,362	5,111	6,526	2,079	2,524	4,078	3,391	2,645
Portugalsko	6,279	7,596	9,493	7,561	5,673	4,542	4,205	5,663	5,468	5,119	-1,732	2,234	4,668	1,856	-2,452
Rakousko	2,680	5,845	5,764	4,142	2,949	4,091	4,722	4,172	6,227	7,302	0,655	2,892	5,623	3,956	2,515
Řecko	3,831	5,067	5,555	5,735	6,740	6,511	7,384	8,844	9,509	10,791	4,607	7,642	2,532	-2,591	-7,150
Španělsko	5,106	7,414	7,704	6,546	6,195	6,131	6,864	7,494	6,772	7,976	-1,274	1,015	2,848	0,731	-0,507

Tyto dvě tabulky ukazují průměrné úrokové sazby panující v eurozóně a průměrnou odchylku optimální hodnoty od reálné úrokové sazby u jednotlivých států.

Tab. 5 Roční vážené průměry hlavních úrokových sazeb ECB za období let 1999-2013

Rok	Průměrná úroková sazba
1999	2,712
2000	4,007
2001	4,279
2002	3,207
2003	2,253
2004	2,000
2005	2,012
2006	2,751
2007	3,828
2008	3,809
2009	1,283
2010	1,000
2011	1,247
2012	0,879
2013	0,555

Tab. 6 Pořadí zemí podle vhodnosti politiky ECB (období let 1999-2013)

Země	Průměrná absolutní odchylka (v p.b.)
Německo	1,211
Francie	1,687
Nizozemsko	1,838
Rakousko	1,875
Finsko	1,974
Belgie	2,111
Itálie	2,165
Lucembursko	2,638
Španělsko	2,848
Portugalsko	3,139
Řecko	3,628
Irsko	5,949

Taylorovo pravidlo je teoretické pravidlo, podle kterého by se centrální banka měla řídit při stanovování krátkodobých úrokových sazeb. Je určeno následujícím vzorcem:

$$i = i^* + \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(Y - Y^*)$$

Kde i označuje výslednou výši úrokové sazby, i^* rovnováhou nominální úrokovou sazbu $\pi - \pi^*$ aktuální odchylku míry inflace od inflačního cíle, $Y - Y^*$ odchylkou aktuálního produktu od produktu potencionálního (Y značí aktuální hodnotu produktu, Y^* jeho hodnotu dle dlouhodobého trendu). Koeficienty α a β ($\alpha, \beta > 0$), odpovídají důležitosti, kterou centrální banka přikládá cílování inflace, respektive stabilizaci nominálního produktu.

Ačkoli Taylorovo pravidlo není zcela přesné, jedná se minimálně o velmi cenný orientační ukazatel. Zde uvedená čísla minimálně vrhají jisté světlo na to, proč právě v Irsku došlo k tak výrazné bankovní bublině.

Zdroj: TOMÁŠ FRÖMMEL, bakalářská práce *Politika Evropské centrální banky pohledem Teorie optimálních měnových zón*, použito se svolením autora.

ii. Pro ilustraci skutečné “účinnosti” současných rozpočtových pravidel Evropské unie uvádím tuto tabulku.

Stát	Veřejný dluh v %HDP	Deficit(-) či přebytek(+) v %HDP	Dynamika HDP v %	Dlouhodobý přírůstek HDP (2004-2014) v %
EMU(průměr) €	91,9%	-2,4%	+0,9%	+7,0%
Německo €	74,9%	+0,3%	+1,6%	+13,7%
Spojené království	88,2%	-5,7%	+2,9%	+14,0%
Francie €	95,6%	-3,9%	+0,2%	+9,1%
Itálie €	132,3%	-3%	-0,4%	-4,9%
Španělsko €	99,3%	-5,9%	+1,4%	+5,0%
Nizozemsko €	68,2%	-2,4%	+1,0%	+10,0%
Švédsko	44,9%	-1,7%	+2,3%	+17,8%
Polsko	50,2%	-3,3%	+3,3%	+45,4%
Belgie €	106,7%	-3,1%	+1,3%	+13,0%
Rakousko €	84,2%	-2,7%	+0,4%	+13,6%
Dánsko	45,1%	+1,5%	+1,3%	+3,9%
Finsko €	59,3%	-3,3%	-0,4%	+6,7%
Irsko €	107,5%	-3,9%	+5,2%	+21,2%
Řecko €	178,6%	-3,6%	+0,7%	-18,6%
Portugalsko €	130,2%	-7,2%	+0,9%	-2,2%
Česká republika	42,7%	-1,9%	+2,0%	+23,1%
Rumunsko	39,9%	-1,4%	+2,9%	+30,5%
Maďarsko	76,2%	-2,5%	+3,7%	+9,0%
Slovensko €	53,5%	-2,8%	+2,5%	+45,6%
Lucembursko €	23,0%	+1,4%	+4,1%	+28,9%
Chorvatsko	85,1%	-5,6%	-0,4%	+2,7%
Bulharsko	27,0%	-5,8%	+1,5%	+30,8%
Slovinsko €	80,8%	-5,0%	+3,0%	+12,9%
Litva €	40,7%	-0,7%	+3,0%	+34,0%
Lotyšsko €	40,6%	-1,5%	+2,4%	+26,2%
Estonsko €	10,4%	+0,7%	+2,9%	+27,2%
Kypr €	108,2%	-8,9%	-2,5%	+5,5%
Malta €	68,3%	-2,1%	+4,1%	+30,2%
Evropská unie(průměr)	86,8%	-3,0%	+1,3%	+9,7%

Tato tabulka ukazuje několik zásadních faktů. Průměrný veřejný dluh v Evropské unii výrazně překračuje hranici 60% hrubého domácího produktu stanovenou v paktu stability a růstu. V eurozóně je tento průměr dokonce ještě vyšší a překračuje povolenou hranici o více než 50%.

Vyrovnaného či přebytkového rozpočtu dosáhly pouze čtyři státy. Mnohé státy během poměrně robustního hospodářského růstu provozují deficitní rozpočty.

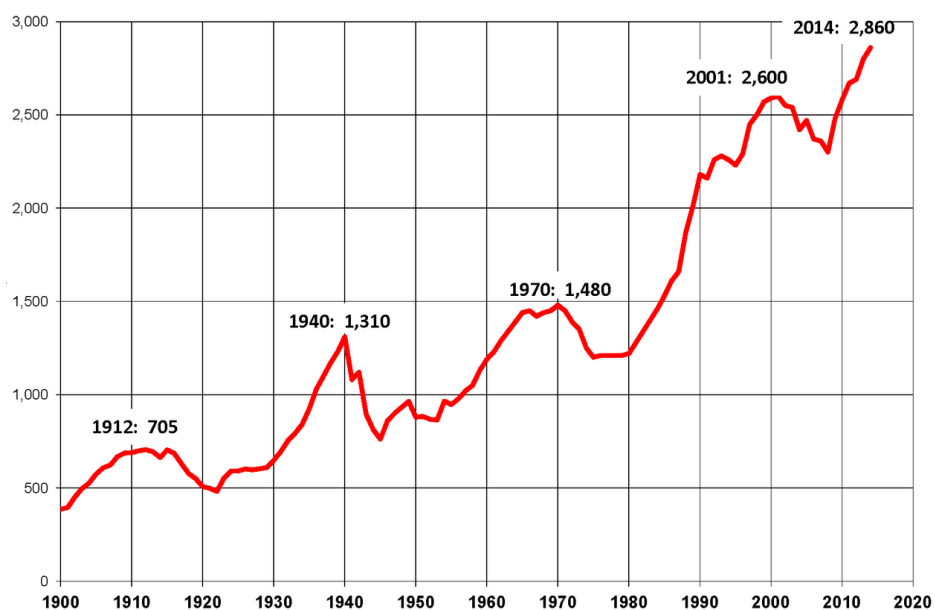
Některé státy (například Itálie či Řecko) během poslední dekády zažily stagnaci či dokonce pokles objemu ekonomiky při současném robustním nárůstu veřejného dluhu.

Některé státy snižují své státní dluhy alespoň relativní cestou (provozují sice deficitní hospodaření, jejich ekonomika ale roste rychleji, takže se jejich zadlužení relativně snižuje). Většinou však ne dostatečně.

Zdroj: tato data jsem čerpal ze stránky, *Economy of the European union* na portále *Wikipedia the free encyclopedia*, [online] 9.2. 2016.

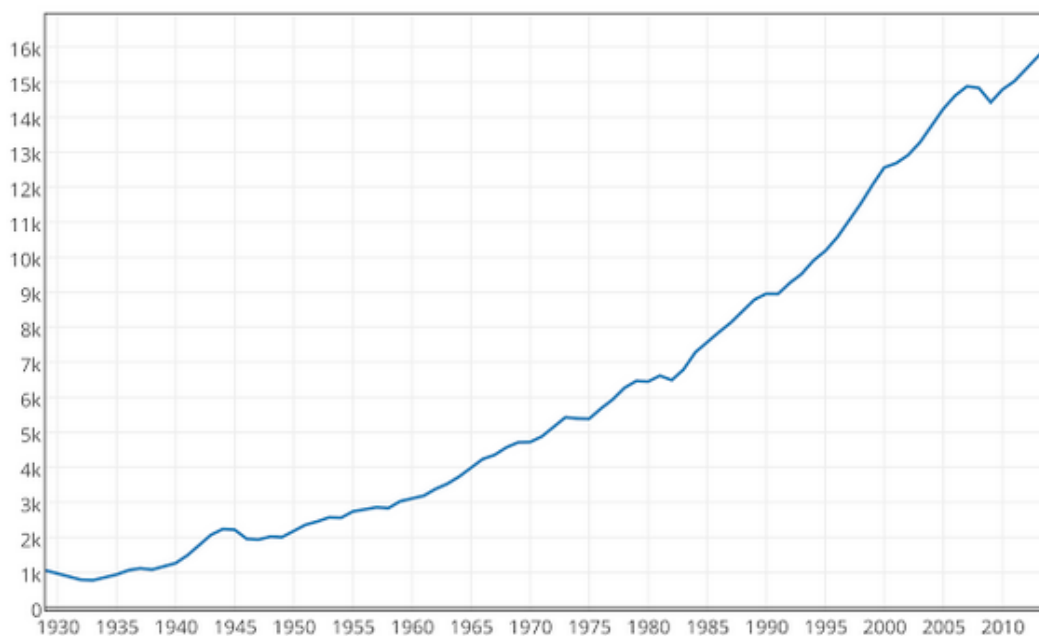
iii. Těžba zlata totiž má obecný sklon růst spíše lineárně, zatímco objem ekonomiky exponenciálně.

Tato tabulka ukazuje světovou produkci zlata během dvacátého století a začátku století jednadvacátého.



Zdroj: portál *Wikipedia the free encyclopedia*, stránka *Peak gold*.

Ačkoli došlo k poměrně značnému nárůstu objemu těžby (přibližně sedm násobně), jen ve Spojených státech došlo k nárůstu objemu ekonomiky mezi léty 1930 – 2014 přibližně na šestnáctinásobek a to tento graf neuvádí období let 1900 – 1930.



Zdroj: portál *Krismukherjee*, stránka *Myth of the Debt - United States GDP vs United States Debt - Prosperity Through Good Stewardship*.

Taktéž zde není započítán nárůst ostatních ekonomik, nejen ve vyspělém světě, ale zejména ekonomiky nově se rozvíjející (Čína, Indie,....).

Plnohodnotný zlatý standard tedy vede zákonitě k poměrně prudké deflaci. Růst zásoby zlata zdaleka nedosahuje rychlosti růstu objemu ekonomiky, tudíž by docházelo k setrvalé intenzivní deflaci.