

BACKGROUND REPORT

PRAGUEPRAŽSKÝ
STUDENTSTUDENTSKÝ
SUMMIT



ECOSOC

Mezinárodní zadlužení



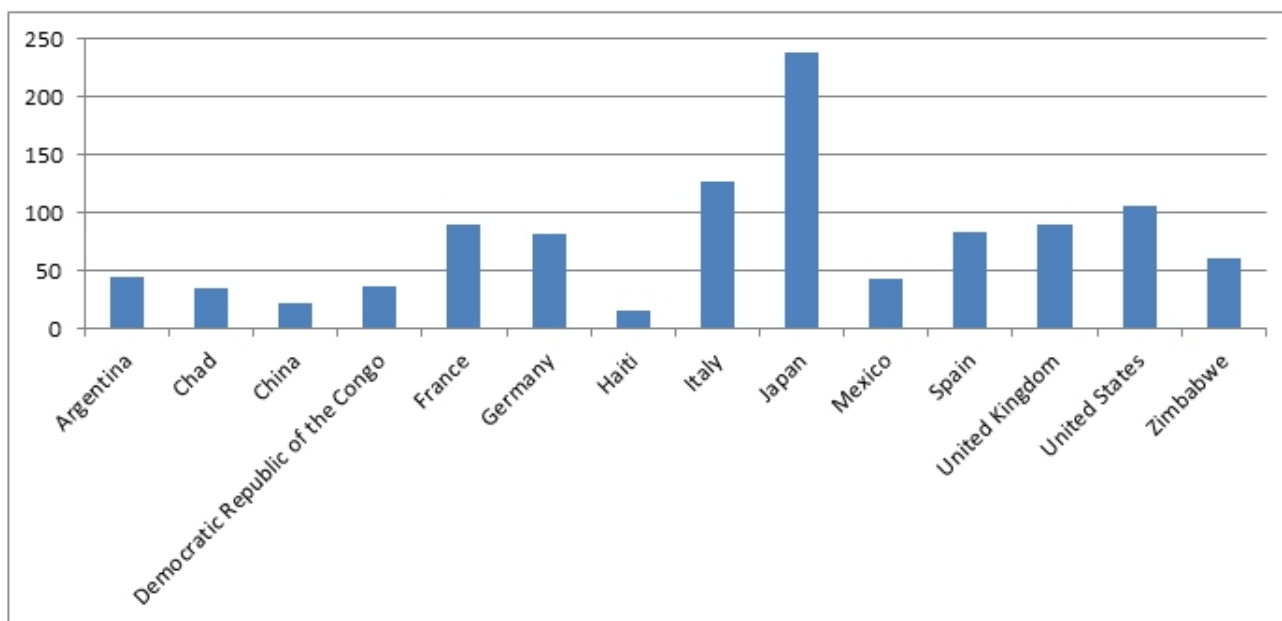
Mezinárodní zadlužení

1 Úvod

Existuje několik důvodů, proč je mezinárodní zadlužení jedním z nejpálčivějších problémů dneška. Předně se jedná o významný ekonomický a národohospodářský problém. Finanční krize z let 2008/2009 a následná krize eurozóny ukázaly, že problém přílišného zadlužení států se netýká pouze rozvojových zemí a zemí s nízkými příjmy, ale i zemí s velmi rozvinutým hospodářstvím.¹ Otázku nadměrného zadlužení lze zkoumat z mnoha úhlů pohledu (sociální, psychologický, morální, politologický aj.). V tomto textu se nicméně pokusím přiblížit právě ekonomickou stránku problému, byť ta je neoddělitelně spjata i s otázkami celospolečenskými. Vyšší dluh totiž v mnoha případech významně limituje možnosti vlády půjčovat si na finančních trzích (tj. její přístup k penězům – likviditě – závisí na okamžité „náladě“ trhů) a rovněž komplikuje i splácení úroků. Celkově je pak omezena i schopnost vlády provádět nejen aktivní hospodářskou (fiskální) politiku, ale i významněji zasahovat do sociálních oblastí, jako například školství či zdravotnictví (problém hlavně rozvojových zemí).

Účelem tohoto materiálu je seznámit čtenáře se základními koncepty této tematiky a rovněž demonstrovat některé významné diskuzní proudy, které souvisejí právě s otázkou státního dluhu. Nejdříve je však nutné alespoň rámcově nastínit fungování veřejných financí a využití státních výdajů jako nástroje hospodářské politiky. To nám umožní lépe pochopit princip vzniku státního dluhu.

Obrázek 1: Vládní dluh vybraných zemí v poměru k jejich HDP, zdroj: WEO IMF, 09/2013.



2 Terminologie

Každý stát má určité výdaje na provádění svých politik. Tyto výdaje jsou součástí **veřejných financí**. Jejich existence je podmíněna tím, že ať už volný, či regulovaný trh v některých případech nedostatečně

¹INTERNATIONAL MONETARY FUND. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Countries. IMF Policy Paper, 09/2013. s. 5.



efektivně rozděluje dostupné zdroje. Jiným příkladem je stav, kdy je pro chod společnosti některý statek nezbytný, nicméně žádné soukromé osobě se nevyplatí ho za úplatu poskytovat, neboť z jeho bezplatné spotřeby nelze nikoho vyloučit.² Klasickým učebnicovým příkladem takového statku je maják. Nicméně Ronald Coase na základě pozorování historického provozu majáků ve Velké Británii značně zpochybnil platnost tohoto tvrzení, které i přesto zůstává jistou poučkou pro hlavní směry v ekonomii.³ Pro tyto a další případy kumuluje stát finanční prostředky vymáhané od soukromých osob pomocí zákona (nejčastěji daně). Takto získané prostředky pak jsou součástí **rozpočtu** a jsou na základě vládních rozhodnutí (či rozhodnutí regionální autorit) rozdělovány do vymezených oblastí. Každý stát má určitou soustavu veřejných rozpočtů, kde hierarchicky nejvýše stojí **ústřední (státní) rozpočet**, který je velmi významným nástrojem (!) fiskální politiky země a který spolu s rozpočty menších správních celků tvoří soustavu veřejných rozpočtů. Celkovou rozpočtovou soustavu státu pak ještě dotvářejí různé fondy (pojistné, zemědělské, účelové apod.).

Pokud je celkový příjem státu nižší než jeho celkové výdaje, hovoříme o existenci **deficitu**.⁴ Celkové nakumulované závazky všech veřejných subjektů označujeme jako **veřejný dluh**. O **státním dluhu** mluvíme v případě pohledávek ostatních subjektů vůči centrální vládě. Jelikož však státní dluh tvoří velkou část veřejného dluhu (okolo 90 %)⁵, bývají někdy tyto dva pojmy zaměňovány. **Celkový vnější dluh** zahrnuje závazky všech veřejných a soukromých subjektů a rovněž i domácností vůči zahraničí.⁶ O dluhu řekneme, že je **odepsaný** (default), pokud dlužník po určité období nesplácí úvěr podle dohodnutého časového harmonogramu a nedojde k dohodě s věřitelem.⁷

Převážně v rozvojových zemích s velkými nároky na výdaje a slabou schopností státu zajistit výběr daní je obvyklým způsobem opatřování si financí **ražebné**. Název odkazuje na historickou praxi takového postupu a znamená, že vláda tiskne peníze (resp. přiměje centrální banku nakupovat státní dluhopisy) pro financování svých výdajů. Důsledkem zmíněného postupu ovšem může být i velký nárůst cenové hladiny (inlace, někdy i hyperinlace). Až donedávna bylo ražebné typické hlavně pro rozvojové země, nicméně poslední finanční krize přinutila mnohé centrální banky v rozvinutých zemích provádět obdobně nestandardní operace.

Indikátory výše dluhu je jak schodek (deficit) rozpočtu, tak i **procentuální poměr dluhu k hrubému domácímu produktu (HDP)**.

3 Státní rozpočet

Abychom pochopili podstatu státních výdajů a z nich plynoucího problému zadlužení, je vhodné se seznámit se základními funkcemi, které si spojujeme s existencí státního rozpočtu. Státní rozpočet je sestavován s ohledem na několik základních faktorů. Je nicméně do značné míry politickou otázkou, a proto je jeho celková podoba a rozsah jednotlivých částí částečně závislý na aktuální společenské situaci, resp. na výsledku voleb. Obecně ovšem požadujeme, aby státní rozpočet plnil následující funkce: 1) alokační, 2) redistribuční, 3) stabilizační, 4) regulační a 5) kontrolní.⁸

Ze své podstaty lze jakýkoliv výdaj státu považovat za příspěvek k deficitu. Tudíž by omezení těchto výdajů mělo automaticky vést k poklesu dluhu. Nicméně příspěvek různých výdajů k dluhu je velmi rozdílný

²ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011., s. 279.

³COASE, Ronald H.. The Lighthouse in Economics. *Journal of Law and Economics*. 1974 (Oct.), roč. 17, č. 2, s. 357-376.

⁴definice viz STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the Public Sector*. Third Edition, London/New York: W.W. Norton & Company Inc., 2000. s. 47

⁵ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011., s. 291.

⁶REINHART, Carmen. M. and Kenneth S. ROGOFF. Growth in a Time of Debt. National Bureau of Economic Research, Working Paper. 2010, č. 15639. s. 2.

⁷KRUGMAN, Paul R. and Maurice OBSTFELD. *International Economics, Theory and Policy*. Eighth Edition. New York: Pearson, 2009. s. 630.

⁸ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011., s. 283.



a často jsou eliminovány výdaje s jen malým podílem na dluhu, avšak s výraznými sociálními dopady.⁹ Jak si ukážeme dále, ne vždy omezení výdajů musí skutečně vést k redukci dluhu.

3.1 Financování

Kromě financování veřejných výdajů z vybraných daní rozeznáváme několik základních způsobů financování z cizích zdrojů. Financování prostřednictvím dluhopisů je dnes běžné i mezi rozvíjejícími se státy. Prodejem dluhopisu se stát zavazuje splácet úrok v dané výši po celé období, na které je dluhopis vydáván. Na konci tohoto období je pak splacena i nominální hodnota, za níž byl dluhopis původně nakoupen. Úrokové sazby dluhopisů odrážejí velké množství faktorů, mezi něž patří délka splatnosti dluhopisu, očekávaná inflace a především míra rizika nejen konkrétní ekonomiky, ale i daného regionu. Rovněž zde existuje značná propojenost s aktuálním vztahem investorů k riziku, který je do značné míry poměrně exogenním faktorem.¹⁰

Získat prostředky lze dále prostřednictvím půjčky od privátní banky nebo formou oficiální půjčky od mezinárodních organizací (Mezinárodní měnový fond - IMF, Světová banka - WB). Ve druhém případě může být úroková míra stanovena pod tržní úrokovou mírou. Děje se tak, pokud tržní úroková míra na vládní dluhopisy je příliš vysoká a stát není schopen opatřit si potřebnou likviditu na trhu. Před poskytnutím půjček od mezinárodních organizací se ovšem daný stát musí zavázat ke splnění série podmínek spojených mj. s fiskální konsolidací a obnovením konkurenceschopnosti.

Výše zmíněné způsoby se řadí k takzvanému dluhovému financování (*debt financing*). Naopak mezi akciové (*equity*) financování řadíme přímé zahraniční investice (FDI), např. koupě celého podniku ze strany společnosti s primárně zahraničními vlastníky nebo nákup akcií zahraniční společnosti. Akciové financování je z hlediska přenášení rizika výhodnější pro příjemce kapitálu, neboť investor si může nárokovat pouze dividendy ze své investice, ale už ne původní hodnotu investice. Při poklesu ekonomiky tak stát není nucen obtížně hledat prostředky pro splácení dluhu. Naopak při dluhovém financování je dlužník vždy povinen splatit celou částku včetně úroků bez ohledu na aktuální ekonomickou situaci. Proto je i jednou ze strategií pro snižování rizika státního bankrotu snaha zvýšit podíl akciového financování vůči dluhovému.

3.2 Veřejné finance a fiskální politika

Státní rozpočet tvoří velmi důležitý nástroj fiskální politiky vlády, jež může úpravou svých výdajů či změnami na příjmové straně (modifikace výše daní) do značné míry ovlivňovat ekonomickou výkonnost země.

Je-li ekonomika na svém potenciálu¹¹ a vláda chce i přesto zvýšit výdaje (například aby získala popularitu před volbami) a je nucena si pro toto zvýšení vypůjčit prostředky na finančních trzích, zvyšuje se poptávka po zápůjčních fondech a roste úroková míra (cena za zapůjčení peněz), což snižuje výnosnost soukromých investic. Dochází tak k vytlačování soukromých investic a přehřívání ekonomiky s nárůstem inflace (viz Obrázek 2).¹² V dlouhém období pak nedostatek soukromých investic znamená nižší HDP. Joseph Stiglitz (2000) nicméně uvádí i názor, že veřejné investice jsou doplňkem (komplementem) k investicím soukromým.

⁹STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the Public Sector*. Third Edition, London/New York: W. W. Norton & Company Inc., 2000. s. 777-778.

¹⁰Podrobnější diskuzi a vysvětlení rozdílů mezi finančními (*financial*) a obchodními vazbami (*trade linkages*) a jejich vlivu na šíření finanční nákazy, která může podstatně ztížit financování ekonomiky, lze nalézt například zde: KUMAR, M. S. and A. PERSAUD. Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence. *International Finance*. 2000, č. 5, s. 401-436. Mezi známé články na toto téma patří například i: KAMINSKY, G. L. and C. M. REINHART. On Crises, Contagion, and Confusion. *Journal of International Economics*. 2000, roč. 51, č. 1, s. 145-168. a také VAN RIJCKEGHEM, C. and B. WEDER. Sources of Contagion: Is it Finance or Trade? IMF Working Paper. 1999, č. 99/146.

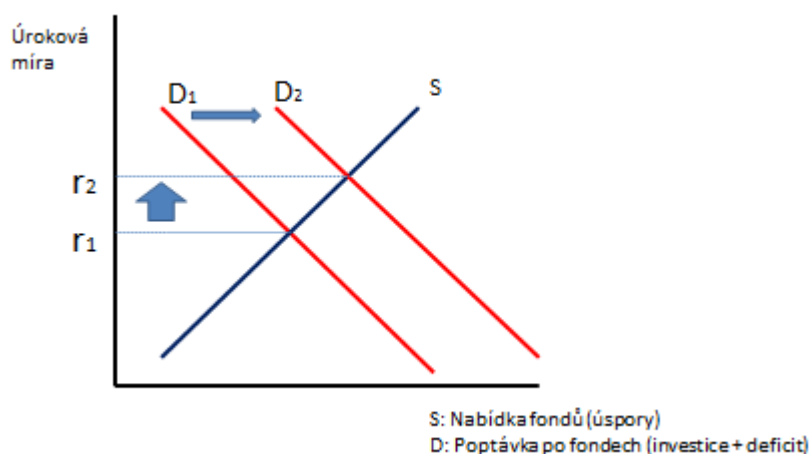
¹¹Jako potenciální hrubý domácí produkt (HDP) definujeme takový produkt, který je maximální dlouhodobě udržitelný a neurychluje inflaci. Potenciální HDP odpovídá plnému využití dostupných zdrojů, ale ne jejich nadužívání.

¹²Ačkoliv obecně vyšší úrokové míry působí protiinflačně, v našem případě je ekonomika již na maximálním optimálním výkonu, tj. na svém potenciálu, a další výdaje ze strany státu pouze přispějí k nárůstu cen.



Vzdělanější a zdravější pracovní síla může pracovat efektivněji, vládou financovaný výzkum je využíván firmami, rozvinutá dopravní síť snižuje náklady přepravy apod. Tudiž státní investice zvyšují produktivitu soukromých investic a „při jakékoliv úrokové míře, úroveň soukromých investic bude vyšší”.¹³ Snižování deficitu naopak implikuje (ekonomika je opět na potenciálním výstupu) nižší úrokové sazby a vyšší privátní investice.

Obrázek 2: Nabídka a poptávka po kapitálových fondech zdroj: autor, podle Stiglitz, 2000.



Pokud je nicméně ekonomika v útlumu (tj. HDP je pod svým potenciálem), nedochází k plnému využití zdrojů a vzrůstá nedobrovolná nezaměstnanost, zvýšení deficitu, ať už pomocí snížení daní, či zvýšení vládních výdajů, může stimulovat růst ekonomiky. Předpokladem této situace jsou úrokové míry velmi blízko nule, které však nevedou k větším soukromým investicím. Potom zvýšené vládní výdaje mohou vést ke zvýšení HDP nejen v krátkém, ale rovněž i v dlouhém horizontu. To platí především, jsou-li vládní výdaje zaměřeny hlavně na investice. Nicméně teoretickým (a často i empirickým) důsledkem takových politik je rovněž i zvýšená inflace v dlouhém období, zvláště zahrnou-li ekonomičtí aktéři fiskální expanzi vlády do svých inflačních očekávání.

Jako vždy v ekonomii, i zde je odpověď na otázku vhodnosti vládních investic zcela jednoznačná, a sice že *to záleží* na okolnostech. Je však úkolem každé vlády hledat takové možnosti státní účasti v ekonomice, které povedou k maximálně efektivnímu využívání zdrojů. Samozřejmě to znamená i rozumné zacházení se státním dluhem.

4 Příčiny veřejného dluhu

Jak již bylo řečeno, státní dluh tvoří většinu dluhu veřejného, proto lze za příčinu veřejného dluhu považovat převážně kumulaci deficitů státních rozpočtů.¹⁴ V této kapitole si zobecníme příčinu vzniku dluhu. Ty mohou být pasivní (vnější – exogenní) či aktivní (vnitřní – endogenní).

K aktivním příčinám patří expanzivní fiskální politika vlády, ekonomicky nepodložené výdaje vlády (populismus), strukturální reformy, jejichž provádění nese určité náklady, a zásahy do problémových částí hospodářství (záchrana bank apod.).

¹³STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the Public Sector*. Third Edition, London/New York: W. W. Norton & Company Inc., 2000. s. 780.

¹⁴Viz ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011., s. 291.



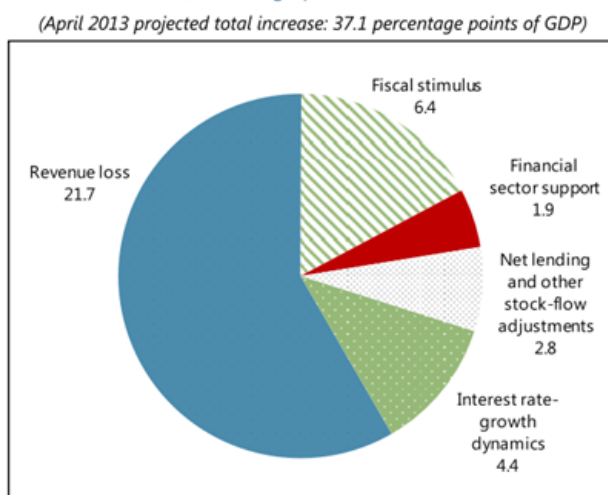
Pasivně státní dluh vzniká či narůstá v důsledku hospodářského poklesu a s ním spojených výpadků příjmů státního rozpočtu, mimořádných událostí (přírodní katastrofy, války – reparace, teroristické útoky) a kumulování úroků ze státního dluhu, který již z běžných příjmů nelze splatit. Vláda je pak nucena si půjčovat další prostředky na obsluhu dluhové zátěže (rolování dluhu). Pasivní příčinou je i nárůst dluhu *denominovaného* (vydaného) v cizí měně v důsledku oslabení domácí měny (viz níže).

5 Finanční krize

Finanční krize z let 2008/2009 přinutila odborníky i politiky přehodnotit svůj přístup k suverénnímu dluhu. Stále ještě není ukončena diskuze o tom, co představuje „bezpečnou“ úroveň státního dluhu. Nejen záchrana bank, ale i výrazný pokles příjmů a naopak nárůst mandatorních výdajů v důsledku propadu ekonomiky zapříčinily výrazný vzestup dluhu i u zemí, které před krizí hospodařily s rozpočtovým přebytkem. U jiných byly naopak vyjeveny výrazné strukturální nedostatky v ekonomice. Ukázalo se rovněž, že fiskální přebytky mohou velmi často maskovat strukturální deficity.¹⁵

Obrázek 3: Příspěvky k nárůstu vládního dluhu rozvinutých zemí, zdroj: IMF, 09/2013.

Figure 4. G-20 Advanced Economies: Increase in General Government Debt, 2008–15
(Percentage points of GDP)



Sources: IMF staff estimates and projections based on the Fiscal Monitor (see IMF, 2011a).
Note: Weighted average based on 2009 purchasing power parity-GDP.

Mezinárodní měnový fond uvádí, že (s výjimkou Irska a Španělska, kde záchrana bank zvýšila poměr zadlužení k HDP o dvě procenta) „*nárůst poměru dluhu k HDP byl povětšinou zapříčiněn spíše výpadkem v příjmech jako vedlejšího produktu pomalého růstu v důsledku finanční krize, než přímými náklady na záchranu bank.*“¹⁶ Na druhou stranu nelze zapomínat na to, že problémy mnoha ekonomik Eurozóny jsou strukturálního charakteru a kumulace dluhu zde i před krizí dosahovala jen obtížně udržitelných veličin. Pro hlubší diskusi této tematiky zde bohužel není prostor. Do jisté míry vynucené nepřímé i přímé nákupy státních dluhopisů ze strany centrálních bank jsou opět jevem, který doposud byl typickým spíše pro rozvíjející se ekonomiky. Zůstává otázkou, do jaké míry bude i nadále respektována nezávislost centrálních bank a jak důvěryhodné zůstanou jejich antiinflační politiky, které významně závisí na očekáváních finančních trhů. IMF ve svém policy-paperu tvrdí: „*Krize prokázala, že fiskální politika je vhodným proticyklickým politickým*

¹⁵INTERNATIONAL MONETARY FUND. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Countries. IMF Policy Paper, 09/2013. s. 5.

¹⁶Tamtéž, s. 9, viz Obrázek 3.



*nástrojem, pokud je monetární politika omezena nulovou hranicí [úrokové míry], finanční sektor je oslabený nebo je odchylka hrubého domácího produktu od svého potenciálu zvláště velká".*¹⁷ Nicméně proti výrazným vládním zásahům při „běžných“ cyklických fluktuacích HDP existuje množství protiargumentů.

6 Dopad dluhu na hospodářství

Vyšší hospodářský růst sám o sobě může vést k podstatné redukci deficitu. S rostoucí produkcí klesá nezaměstnanost (nižší objem vyplacených dávek) a rostou daňové příjmy. Problémem opakovaných deficitů je, že schodkový rozpočet musí být často financován opět z půjček, což v důsledku vede k nárůstu výdajů na dluhovou službu (platba úroků). V rozvojových zemích tvoří často dluhová služba natolik vysokou část státních výdajů, že zbývá velmi málo prostředků na společensky prospěšné projekty. Jinou možností je, aby domácí exporty do zahraničí byly vyšší než dovozy tak, aby v ideálním případě pokryly obsluhu dluhu i splácení jistiny.

Opět je ovšem nutné rozlišovat mezi účely, na které si vláda půjčuje. Investiční výdaje mohou ospravedlnit dluhové financování mnohem spíše než půjčování si na nerentabilní a neefektivní projekty (nejen finančně ale i společensky), popřípadě na krátkodobé zvýšení disponibilního důchodu občanů (časté před volbami). Pokud přestává být dluh udržitelný, je vláda nucena výrazně zvýšit daně a prudce omezit své výdaje, což podstatně snižuje životní úroveň občanů. Jinou možností je přimět centrální banku, aby natiskla velké objemy peněz. Tím se radikálně zvýší inflace a velmi výrazně klesne reálný dluh. Tento postup má dvě výrazná úskalí. Jednak při něm dochází k velkým ekonomickým ztrátám (při hyperinflaci – finálním stádiu inflace – se ceny mohou měnit i několikrát v průběhu dne), jednak je problémem i fakt, že velká část dluhu rozvojových zemí je denominována v některé z hlavních světových měn, čili domácí inflace by stav dluhu ještě zhoršila. Nicméně v případě, že by vláda odmítla dostát svým současným závazkům, by byl do budoucna její věřitelský status silně podlomen a obstarávání likvidity by se pro stát stalo mnohem obtížnějším.

Na druhou stranu, úroky na vládní dluhopisy bývají často nižší než na soukromé úvěry. Proto vláda může z půjčených peněz distribuovaných mezi obyvatele stimulovat spotřebu. Ta skutečně krátkodobě může vzrůst.¹⁸ Pokud si vláda půjčuje na spotřební výdaje, přenáší se de facto břemeno dluhu na další generaci, která bude nucena omezit svou spotřebu. Na druhou stranu je do značné míry možné i další rolování dluhu.

7 Dluh a růst, korelace či kauzalita?

V souvislosti s vysokou mírou zadlužení mnoha zemí se objevily teorie hledající souvislost mezi výší státního dluhu a dlouhodobým ekonomickým růstem. Zastánci úsporných opatření, která mají za cíl snížit schodky rozpočtu a podíl dluhu na HDP, argumentovali obnovením důvěry mezi privátními investory, pokud se vláda důvěryhodně zaváže snižovat své výdaje. V roce 2010 tehdejší prezident Evropské centrální banky (ECB) Jean-Claude Trichet prohlásil:

„As regards the economy, the idea that austerity measures could trigger stagnation is incorrect.... In fact,

¹⁷INTERNATIONAL MONETARY FUND. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Countries. IMF Policy Paper, 09/2013. s. 2.

¹⁸Naproti tomu barro-ricardiánská ekvivalence tvrdí, že současné snížení daní – tedy zvýšení disponibilního příjmu ekonomických subjektů – nemá vliv na jejich spotřebu, neboť racionální spotřebitel si je vědom nezbytného opětovného zvýšení daní v budoucnu. Nicméně barro-ricardiánské ekvivalence neplatí, je-li úroková míra na státní dluhopisy nižší než na soukromé úvěry, což zde předpokládáme. Vysvětlení barro-ricardiánské ekvivalence lze najít např. zde CAHLÍK, Tomáš, Michal HLAVÁČEK a Jakub SEIDLER. *Makroekonomie*. Praha: Nakladatelství Karolinum, 2010. 228 s. ISBN 978-80-246-1906-4. Stiglitz, 2000, rovněž ekvivalenci diskutuje na s. 784-785.



in these circumstances, everything that helps to increase the confidence of households, firms and investors in the sustainability of public finances is good for the consolidation of growth and job creation. I firmly believe that in the current circumstances confidence-inspiring policies will foster and not hamper economic recovery, because confidence is the key factor today."¹⁹

Obecně lze vyznívat rozšířený názor na řešení rostoucích nákladů na půjčování si a vyšší rizikové prémie požadované investory. Opatření měla zahrnovat „*nekeynesiánské obnovování důvěry nebo zlepšení na straně nabídky, jako nižší náklady na pracovní sílu, která by eliminovala většinu negativních dopadů fiskální konsolidace na ekonomické aktivity*".²⁰ Teoretickou oporu poskytoval zastáncům tohoto názoru empirický článek ekonomů Rogoffa a Reinhartové.²¹ Jejich hlavním závěrem, ke kterému došli na základě srovnání panelových dat za několik století, bylo, že jak rozvojové, tak i rozvinuté ekonomiky zaznamenávají nižší růst (či propad) HDP, pokud jejich dluh překonal hranici 90 % v poměru k HDP. U rozvíjejících se trhů navíc platí, že již při poměru vnějšího dluhu k HDP ve výši 60 % dochází k negativním dopadům na ekonomický růst. „*Velmi zřídka se země prorostou z hlubokých dluhů*."²² Sami autoři ovšem přiznávají, že dnes už pověstná hranice 90 % musí být ještě hlouběji prozkoumána a že jednotlivé dělicí intervaly (30, 60, 90 procent) jsou specifické pro každý stát. Obecně však platí, že pokud výše dluhu dosahuje historických limitů, investoři požadují vyšší rizikové prémie pro nákup státních dluhopisů. I země, které vždy dostávaly svým závazkům, jsou nuceny „dramaticky omezovat fiskální politiku“ pro zachování kredibility mezi investory a snížení rizikové premie na své dluhopisy. Zvláště země silně závislé na krátkodobém půjčování mohou pocítit nedostatek likvidity při jakémkoliv poklesu důvěry trhů. Autoři uzavírají: „*At the very minimum, this would suggest that traditional debt management issues should be at the forefront of public policy concerns.*“²³

Na politické scéně poznatek o hranici 90 % nezůstal bez odezvy. Celkově pak převládlo mínění, že existuje negativní kauzalita mezi dluhem a růstem HDP (tj. čím vyšší dluh, tím menší růst HDP). Ačkoliv autory provedená analýza poukazovala ve své podstatě na korelaci obou jevů.

Nicméně zatím se nepodařilo najít žádný empirický důkaz, že existuje přímá negativní kauzalita od dluhu k HDP, a teoretické modely dávají dvojznačné závěry. Rovněž i prakticky arbitrárně zvolená hranice 90 % nenacházela podstatnou oporu v datech. Je i možné, že země s rozumnou rozpočtovou disciplínou se rozhodne snížit svůj dluh, aby se vyhnula nebezpečí nedostatku likvidity při změně nálady investorů. Takové rozhodnutí následně může snížit ekonomický růst, zvláště je-li přijato během recese. Pak by skutečně dluh podvazoval ekonomický růst, ale pouze jako důsledek omezování veřejných výdajů.²⁴ Pokud bychom přijali myšlenku kauzality mezi růstem a dluhem, ale obrátili bychom její směr, nízké tempo růstu by následně bylo příčinou (a ne důsledkem) vysokého dluhu. Tento vztah by rovněž nebyl v rozporu s existující korelací.²⁵

Největší zlom ale přišel v dubnu roku 2013, kdy američtí ekonomové Herndon, Ash a Pollin shledali, že „*chyby v kódu, selektivní výběr dat a nekonvenční přiřazování vah datům vedly k vážným chybám, nepřesně reprezentujícím vztah mezi veřejným dluhem a růstem HDP mezi 20 vyspělými ekonomikami v poválečném období*“.²⁶ Ve skutečnosti, po opravení chyb, by země s dluhem nad 90 % ještě vykazovaly kladný růst.

¹⁹KRUGMAN, Paul R.. How the Case for Austerity Has Crumbled. *New York Times Blog* [online]. 6. 6. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jun/06/howcase-austerity-has-crumbled/?pagination=false>.

²⁰INTERNATIONAL MONETARY FUND. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Countries. IMF Policy Paper, 09/2013. s. 5.

²¹REINHART, Carmen. M. and Kenneth S. ROGOFF. Growth in a Time of Debt. National Bureau of Economic Research, Working Paper. 2010, č. 15639.

²²Tamtéž, s. 22-23.

²³Tamtéž, s. 23.

²⁴PANIZZA, Ugo and Andrea F. PRESBITERO. Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect? Mo.Fi.R, Working Papers. 04/2012, č. 65. a PANIZZA, Ugo and Andrea F. PRESBITERO. Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey. Mo.Fi.R, Working Papers. 01/2013, č. 78.

²⁵Zajímavý komentář viz WOLF, Martin. Austerity loses an article of faith. *Financial Times* [online]. 23. 4. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/60b7a4ec-ab58-11e2-8c63-00144feabdc0.html#axzz2gSiGBase>.

²⁶HERNDON, Thomas, Michael ASH and Robert POLLIN. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, Working Paper, 04/2013,



Autoři uzavírají, že vzhledem k tomu, jaký vliv měl článek Reinhartové a Rogoffa na reálná politická rozhodnutí, je nutné přehodnotit samotou agendu úsporných opatření v USA a Evropě.²⁷ Ve svém komentáři ve *Financial Times* profesor Andrew Hughes Hallett²⁸ upozornil na to, že nelze srovnávat ekonomiky se zcela odlišnými strukturálními charakteristikami. Rovněž poukázal na velký časový rozsah zkoumaných dat (cca 200 let). Za toto období se nejen dozajista změnila jak struktura dluhu zkoumaných zemí, tak i jeho správa a způsob obstarávání likvidity.

Analogicky Wolfgang Münchau²⁹ ve stejném periodiku zdůraznil, že zatímco statistika nemůže ukázat kauzalitu mezi jevy, ekonomická teorie může. Nicméně makroekonomové nemají žádnou přesně danou úroveň optimálního dluhu. Ta je podmíněna širokým spektrem specifických faktorů, od výše úrokové míry, tempa růstu ekonomiky, struktury dluhu až po typ hospodářství, druh směnného kurzu atd. Ve výše zmíněné stati profesor Hallett dodává, že důležité je, jak a do čeho je dluh vložen.³⁰ Další zajímavý příspěvek do diskuze přinesl na svém blogu nobelista Paul Krugman.³¹ Na závěr této debaty pouze uvedme, že prakticky žádný ekonom není zastáncem „zbytečného“ dluhu a převládá názor, že za „dobrých časů“ je snižování dluhu vhodné, pokud to neohrozí významné investice. Nicméně otázkou zůstává zavádění úsporných opatření za výrazného propadu ekonomiky.

8 Dluh v rozvojových zemích

Obrázek 4: *Stav běžného účtu (CA) vybraných skupin států; (CA = Úspory – Investice), zdroj: Krugman, Obstfeld, 2009.*

TABLE 22-3	Cumulative Current Account Balances of Major Oil Exporters, Other Developing Countries, and Industrial Countries, 1973–2007 (billions of dollars)		
	Major Oil Exporters	Other Developing Countries	Industrial Countries
1973–1981	363.8	–410.0	7.3
1982–1989	–135.3	–159.2	–361.1
1990–1998	–106.1	–684.2	51.1
1999–2007	1,656.3	1,968.8	–2,923.7

Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, various issues. Global current accounts generally do not sum to zero because of errors, omissions, and the exclusion of some countries.

V rozvojových zemích je často úroveň úspor domácností i vlády velmi nízká. K tomu se přidává i poměrně slabá vybavenost kapitálem. Na druhou stranu zde často existují potenciálně velmi výnosné investiční příležitosti. Ty ospravedlňují přebytek investičních výdajů nad celkovými domácími úsporami. Tento nezbytný kapitál nicméně musí být importován ze zahraničí. Současný přebytek dovezeného zboží (či kapitálu), musí být ale v budoucnu vyvážen exportními přebytky, které musí pokrýt jak úroky ze zapůjčeného kapitálu, tak i samotnou jistinu (resp. pouze dividendy, pokud šlo o akciové financování). Za předpokladu, že zahraniční

č. 322, s.1.

²⁷Tamtéž, s. 15.

²⁸HALLET, Andrew. There is no universal level of debt that best promotes growth. *Financial Times* [online]. 22. 4. 2013 [cit. 2013-10-02]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/23a1fb8c-a8ee-11e2-a096-00144feabdc0.html#axzz2fK9mlc9v>.

²⁹MÜNCHAU, Wolfgang. Perils of placing faith in a thin theory. *Financial Times* [online]. 21. 4. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1c5d3284-a77b-11e2-9fbc-00144feabdc0.html?sitedition=intl#axzz2fK9mlc9v>.

³⁰HALLET, Andrew. There is no universal level of debt that best promotes growth. *Financial Times* [online]. 22. 4. 2013 [cit. 2013-10-02]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/23a1fb8c-a8ee-11e2-a096-00144feabdc0.html#axzz2fK9mlc9v>.

³¹KRUGMAN, Paul R. How the Case for Austerity Has Crumbled. *New York Times Blog* [online]. 6. 6. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jun/06/howcase-austerity-has-crumbled/?pagination=false>.



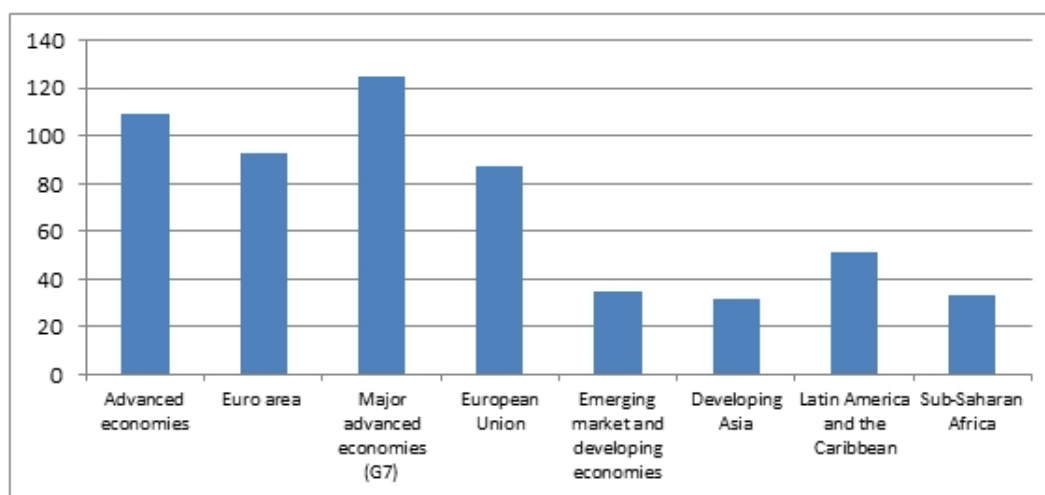
půjčky jsou spláceny, je tento vztah výhodný pro obě strany. Zatímco v rozvojových zemích je množství vhodných investičních příležitostí s vysokou návratností, ale není k dispozici dostatečné množství kapitálu pro jejich provedení, v rozvinutých ekonomikách je míra úspor vyšší, nicméně tyto prostředky již nelze tak výhodně vložit do domácích aktiv. Na druhou stranu nelze ospravedlňovat úvěry na investice do zjevně neproduktivních projektů s velmi nízkou či nepravděpodobnou návratností.

Dalším problémem v rozvojových zemích je často nízká úroveň státních organizací. Selhává nejen výběr daní, ale i jejich správná redistribuce. Spolu s nedostatečně rozvinutými finančními institucemi jsou dále často chybné vládní politiky potlačující úspory domácností další příčinou vysokého dluhu.

8.1 Prvotní hřích

Rozvojové země velmi často čelí tzv. problému „Prvotního hříchu“.³² Zahraniční věřitelé jsou často ze strachu před devalvací a vysokou inflací ochotni poskytovat úvěry vládám v rozvojových zemích pouze v hlavních světových měnách. Naproti tomu rozvinuté země (byť i s výrazně vyšším poměrem dluhu k HDP) si mohou půjčovat ve své domácí měně. Při oslabení domácí měny dané rozvojové země (například z důvodu poklesu poptávky po jejích výrobcích) se hodnota jejího dluhu zvyšuje vzhledem k domácí měně, tj. stát musí získat vyšší objem domácích prostředků, aby mohl splatit pohledávku v původní výši. „Prvotním hříchem“ je potom neschopnost daného státu půjčit si v domácí měně. Podle názoru ekonomů Eichengreena a Hausmanna, autorů této myšlenky, je zmíněná neschopnost rozvojových zemí si půjčit dána malým potenciálem k diverzifikaci, který její měna může nabídnout zahraničním investorům.³³ Panuje ovšem i mínění, že neochota kapitálových trhů nakupovat aktiva v domácích měnách je předurčena chybnými hospodářsko-politickými rozhodnutími v minulosti, které zemi učinily méně důvěryhodnou pro investory.

Obrázek 5: Vládní dluh vybraných uskupení v poměru k HDP, zdroj: WEO IMF, 09/2013.



9 Státní bankrot

Ačkoliv na rozdíl od domácností a firem může stát po dlouhou dobu hospodařit i s výrazným dluhem, neboť má poměrně široké možnosti pro doplnění příjmů formou daní, při dlouhodobém kumulování deficitů

³²KRUGMAN, Paul R. and Maurice OBSTFELD. *International Economics, Theory and Policy*. Eighth Edition. New York: Pearson, 2009. s. 633.

³³Tamtéž, s. 633.



a narůstání státního dluhu vzniká riziko státního bankrotu. U rozvojových zemí vstupuje navíc do hry i malá rozvinutost jejich finančních institucí a celková slabost hospodářství spolu s velmi často neefektivní státní správou a politickou nestabilitou.

Pokud je přístup země k likviditě na finančních trzích náhle omezen (např. pokud mají investoři obavy, že stát není nadále schopný dostát svým závazkům), nastává prudký propad investic a HDP jako celku. Zahraniční věřitelé nejen zastaví další půjčky, ale mohou požadovat i plné splacení alespoň krátkodobých pohledávek. Z podstaty samotného procesu je zřejmé, že za neschopností země dostát svým závazkům může částečně stát i sebenaplňující proroctví. V rozvíjejících se zemích je často suverénní default³⁴ doprovázen neschopností soukromých subjektů dostát svým závazkům, byť se jedná o konceptuálně odlišné procesy.³⁵

Z výše uvedeného je zřejmé, že často závisí bankrot státu na náladách finančních trhů a zdánlivě zcela nesouvisejících jevech. Tak se asijská krize z let 1996 - 1998 transformovala prostřednictvím nízkých cen ropy do obav investorů z prudké devalvace v Rusku (zde ovšem šlo i o trvale narůstající dluh). Došlo k nárůstu úrokových sazeb na ruské dluhopisy. I přes aktivní účast IMF byl nakonec v srpnu 1998 oznámen default ruského státního dluhu (doprovázený devalvací a zmrazením mezinárodních plateb). To vyděsilo investory, kteří se horečně začali zbavovat aktiv z rozvíjejících se trhů. Nakonec bylo nutné, aby americký FED (Federální rezervní systém) prudce snížil úrokové sazby a možná tak zabránil celosvětovému finančnímu kolapsu.³⁶ Proto je zapotřebí při analýzách rizik suverénního dluhu brát do úvahy i možnost prudkého šíření paniky mezi investory a dominového efektu.

Hodnocení schopnosti státu splácet své dluhy dnes hodnotí mimo jiné i tzv. *ratingové agentury* (Moody's, S&P, Fitch). Ty analyzují výši rizika pro případné investory do státních dluhopisů. V některých případech nicméně ratingové agentury mohou zavádějícím hodnocením vyvolat vlnu paniky, která může skutečně vést k ohrožení země splácet svůj dluh. I interpretace signálů finančních trhů o vývoji deficitu je někdy do značné míry obtížná. Jak se ukázalo během dluhové krize Eurozóny, strach z bankrotu některých jejích členů zapříčinil prudký nárůst úrokové míry na státní dluhopisy a donutil země na prahu krize likvidity (tj. akutního nedostatku prostředků pro financování základních činností státu) k nadměrnému omezování výdajů. To vedlo k dalšímu propadu výstupu, prohloubení recese a velkým sociálním dopadům na občany. Efekt úsporných opatření na udržitelnost veřejných financí byl minimální. Panika a nestabilita na finančních trzích se tak transformovala do politické nestability. De Grauwe a Ji přímo píší: *„Ba naopak, ta samá úsporná opatření vedla k dramatickým nárůstům dluhu v poměru k HDP v zemích na jihu eurozóny, čímž byla oslabena jejich kapacita obsluhovat svůj dluh.“* A uzavírají: *„Panika a strach nejsou dobrými průvodci pro hospodářské politiky“*.³⁷ Z výše uvedeného nicméně nevyplývá, že země na jihu Eurozóny nemají provádět úsporná opatření pro obnovení důvěry ve své veřejné finance. Avšak *„načasování a intenzita těchto programů byla přílišně diktována strachem a panikou na trzích místo toho, aby byla výsledkem racionálního rozhodovacího procesu“*.³⁸ Na druhou stranu trhy nikterak neindikovaly, že země na severu eurozóny mají zvyšovat spotřebu a stimulovat svou ekonomiku a snižovat tak intenzitu ekonomického zpomalení. Pro zklidnění trhů je proto zapotřebí instituce tzv. věřitele poslední instance, jakým je IMF. V eurozóně byla tato role fakticky připsána ECB (Evropská centrální banka). Věřitelé poslední instance mohou za určitých podmínek poskytnout půjčku (ECB nakoupí dluhopisy) zemím v tíživé finanční situaci za nižší úrokové míry než tržní.³⁹

³⁴Anglicky sovereign default.

³⁵KRUGMAN, Paul R. and Maurice OBSTFELD. *International Economics, Theory and Policy*. Eighth Edition. New York: Pearson, 2009. s. 630-631.

³⁶Tamtéž s. 645-646.

³⁷DE GRAUWE, Paul and Yuemei JI. Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. (*VoxEu* [online]. 02/2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: < <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.

³⁸Tamtéž.

³⁹Pro určitý náhled na teoretické přístupy ke studiu interakcí mezi bankovní krizí, omezením půjček (*credit crunch*) a měnovou krizí při vzniku a šíření poslední finanční krize doporučuji tento článek: GOLDSTEIN, Itay and Assaf RAZIN. Theories of financial crises. *VoxEu* [online]. 03/2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.voxeu.org/article/theories-financial-crises>.



10 Oddlužení

Vzhledem k vysoké úrovni zadlužení mnoha rozvojových zemí vznikla celá řada iniciativ mající za cíl snížit jejich dluhové břemeno. Rizikem každého oddlužení je tzv. morální hazard, čili situace, kdy oddlužený stát může chápat současné oddlužení jako příslib podobného kroku v budoucnu a neprovede žádné další konsolidační kroky. Na druhou stranu oddlužovací programy mezinárodních institucí zahrnují sérii podmínek (včetně implementace potřebných reforem), které stát musí splnit před svým zařazením do daného programu.⁴⁰

Pro co nejširší oddlužení jsou naopak zastánci koncepce nelegitimního dluhu. Ten vzniká, například pokud byl úvěr poskytnut představiteli despotického režimu pro udržení u moci. Dále stát nemůže nést odpovědnost za dluh přijatý v rozporu se zákony dané země a nakonec úvěr, který slouží k potlačování práv občanů, rovněž není legitimní.⁴¹

10.1 Oddlužovací iniciativy

- **Londýnský klub:**

Neformální sdružení bank – věřitelů rozvojových zemí se středním důchodem (vyspělejší), které jedná o odložení splácení či odepsání části jejich dluhu.

- **Pařížský klub**

Neformální sdružení věřitelských zemí, které rozhoduje o restrukturalizaci, snižování a odpouštění dluhů rozvojovým zemím.

- **HIPCI, MDRI, DRF**

Iniciativa pro oddlužení vysoce zadlužených zemí s nízkým příjmem (Heavily Indebted Poor Countries Initiative - HIPCI) je společným projektem IMF a WB. Jejím cílem je zajistit, aby žádná rozvojová země nečelila dluhu vyššímu, než je schopna obsloužit. Tři roky po jejím založení v roce 1996 byla transformována takovým způsobem, aby umožnila poskytovat rychlejší, hlubší a obsáhlejší podporu. Bylo rovněž posíleno spojení mezi odepsáním dluhu, snižováním chudoby a sociálními politikami. Vzhledem k Rozvojovým cílům tisíciletí byla iniciativa HIPC doplněna Multilaterální iniciativou pro ulevění od dluhů (*Multilateral Debt relief Initiative* – MDRI), což umožnilo až stoprocentní odepsání dluhu poskytnutého IMF, WB a Africkým rozvojovým fondem (AfDF). Rovněž Inter-americká rozvojová banka (IaDB) poskytuje nad rámec HIPCI dluhovou pomoc zemím na západní polokouli. Proces HIPC je dvoustupňový a země se musí zavázat k plnění určitých kritérií a prokázat jejich úspěšné plnění po určité období. Fond poskytuje dočasnou dluhovou pomoc a dostojí-li země svým závazkům, je celý její dluh odepsán. V současné době je do iniciativy plně zapojeno 36 zemí, z toho třicet států je z Afriky.⁴² Služba pro redukci dluhu (*Debt Reduction Facility* - DRF) je komerčním doplňkem HIPCI zřízená v roce 1989 WB a má snižovat komerční dluh nejchudších zemí. Vzhledem k tomu, že velká část soukromých věřitelů se nezapojila do iniciativy HIPC, je DRF v současnosti jediným nástrojem, pomocí kterého může docházet k redukci privátních dluhů.

⁴⁰INTERNATIONAL MONETARY FUND. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. IMF Factsheet, 04/2013.

⁴¹TOŽIČKA, Tomáš, Petr LEBEDA a Tomáš CHLEBEČEK. Mezinárodní zadluženost. In: (*Analýzy* [online], 2008/2012 [cit. 2013-3-10]. Dostupné z: <http://www.rozvojovka.cz/mezinarodni-zadluzenost>.

⁴²INTERNATIONAL MONETARY FUND. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. IMF Factsheet, 04/2013.



11 Závěr

Účelem tohoto textu bylo alespoň rámcově nastínit některé aspekty otázky zadlužení. Byly stručně zmíněny určité technické momenty tvorby dluhu, což by mělo umožnit čtenáři komplexněji nahlížet na vznik a existenci dluhové zátěže a její redukci. V důsledku dluhové krize eurozóny dnes není nadměrný dluh spojován pouze s rozvojovými zeměmi. Zmíněná debata o vztahu mezi dluhem a ekonomickým růstem i její průběh mohou sloužit jako příklad toho, že mnoho témat je stále ještě otevřených a je nutná velká obezřetnost, aby nebyly v této hektické době přijímány závěry a řešení, které v důsledku mohou situaci zadlužených zemí ještě zhoršit. Na mnoho otázek vzniku a snižování dluhu nemá mezinárodní společenství dnes jednoznačnou odpověď. Snad jen, že *to záleží...*

12 Zdroje a doporučená literatura

CAHLÍK, Tomáš, Michal HLAVÁČEK a Jakub SEIDLER. *Makroekonomie*. Praha: Nakladatelství Karolinum, 2010. 228 s. ISBN 978-80-246-1906-4.

COASE, Ronald H.. The Lighthouse in Economics. *Journal of Law and Economics*. 1974 (Oct.), roč. 17, č. 2, s. 357-376.

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, 2011.

DE GRAUWE, Paul and Yuemei JI. Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications. (*VoxEu* [online]. 02/2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.

GOLDSTEIN, Itay and Assaf RAZIN. Theories of financial crises. *VoxEu* [online]. 03/2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.voxeu.org/article/theories-financial-crises>.

HALLET, Andrew. There is no universal level of debt that best promotes growth. *Financial Times* [online]. 22. 4. 2013 [cit. 2013-10-02]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/23a1fb8c-a8ee-11e2-a096-00144feabdc0.html#axzz2fK9m1c9v>.

HERNDON, Thomas, Michael ASH and Robert POLLIN. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, Working Paper, 04/2013, č. 322.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Countries. IMF Policy Paper, 09/2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. IMF Factsheet, 04/2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. The Joint World Bank–IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries. IMF Factsheet, 03/2013.

KAMINSKY, G. L. and C. M. REINHART. On Crises, Contagion, and Confusion. *Journal of International Economics*. 2000, roč. 51, č. 1, s. 145-168.



KRUGMAN, Paul R.. How the Case for Austerity Has Crumbled. *New York Times Blog* [online]. 6. 6. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jun/06/howcase-austerity-has-crumbled/?pagination=false>.

KRUGMAN, Paul R. and Maurice OBSTFELD. *International Economics, Theory and Policy*. Eighth Edition. New York: Pearson, 2009.

KUMAR, M. S. and A. PERSAUD. Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence. *International Finance*. 2000, č. 5, s. 401–436.

MÜNCHAU, Wolfgang. Perils of placing faith in a thin theory. *Financial Times* [online]. 21. 4. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1c5d3284-a77b-11e2-9fbe-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2fK9mlc9v>.

PANIZZA, Ugo and Andrea F. PRESBITERO. Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect? *Mo.Fi.R, Working Papers*. 04/2012, č. 65.

PANIZZA, Ugo and Andrea F. PRESBITERO. Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey. *Mo.Fi.R, Working Papers*. 01/2013, č. 78.

REINHART, Carmen. M. and Kenneth S. ROGOFF. Growth in a Time of Debt. *National Bureau of Economic Research, Working Paper*. 2010, č. 15639.

STIGLITZ, Joseph E.. *Economics of the Public Sector*. Third Edition, London/New York: W. W. Norton & Company Inc., 2000.

TOŽIČKA, Tomáš, Petr LEBEDA a Tomáš CHLEBEČEK. Mezinárodní zadluženost. In: *(Analýzy* [online], 2008/2012 [cit. 2013-3-10]. Dostupné z : <http://www.rozvojovka.cz/mezinarodni-zadluzenost>.

VAN RIJCKEGHEM, C. and B. WEDER. Sources of Contagion: Is it Finance or Trade? *IMF Working Paper*. 1999, č. 99/146.

WOLF, Martin. Austerity loses an article of faith. *Financial Times* [online]. 23. 4. 2013 [cit. 2013-10-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/60b7a4ec-ab58-11e2-8c63-00144feabdc0.html#axzz2gSiGBase>.

Data pro grafy byla čerpána z World Economic Outlook 2013 (WEO) IMF (akt. 09/2013).



Autor: Petr Vystropov
Imprimatur: Ondřej Dočkal, Vojtěch Bahenský
Jazyková úprava: Lucie Gregůrková, Martina Kotasová
Odborná spolupráce: Výzkumné centrum AMO
Grafická úprava: Veronika Maurerová
Nasázeno programem $\text{\LaTeX}$.

Model OSN

Vydala Asociace pro mezinárodní otázky
pro potřeby XIX. ročníku Pražského studentského summitu.

© AMO 2013

Asociace pro mezinárodní otázky,
Žitná 27, 110 00 Praha 1
Tel./fax: +420 224 813 460
e-mail: summit@amo.cz
IČ: 65 99 95 33

www.amo.cz
www.studentsummit.cz

Top partneři

Generální partner Modelu OSN



Hlavní partner Modelu OSN



Hlavní partner modelu NATO



Ministerstvo zahraničních věcí
České republiky

Model NATO is co-sponsored by
the North Atlantic Treaty Organization



Hlavní partner Modelu EU



Partner konference



Univerzitní partner



Partner zahájení



Partner jednání



Partneři Modelů



Embassy of Canada
Ambassade du Canada



Botschaft
der Bundesrepublik Deutschland
Prag

Mediální partneři

Hlavní mediální partner



Hlavní mediální partner



Partner Chronicle





**Asociace
pro mezinárodní
otázky**
Association
for International
Affairs

Pražský studentský summit
projekt Asociace pro mezinárodní otázky