

Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



Dopady průběhu hospodářského cyklu na
nastavení měnové a fiskální politiky
v Estonsku mezi lety 2002-2016

diplomová práce

Autor: Bc. Jan Schier

Vedoucí práce: Ing. Zdenka Vostrovská, Csc.

Rok: 2018

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Bc. Jan Schier
V Praze, dne 17. 12. 2018

Chtěl bych zde poděkovat své vedoucí, paní Ing. Zdence Vostrovské, CSc., za její trpělivost a rady v průběhu psaní práce a také za stálou vstřícnost a přívětivost.



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel : **Bc. Jan Schier**
Studijní program: **Ekonomie a hospodářská správa**
Obor: **Hospodářská politika**
Název tématu: **Dopady průběhu hospodářského cyklu na nastavení měnové a fiskální politiky v Estonsku mezi lety 2002-2016**

Zásady pro vypracování:

1. Cílem práce je analýza makroekonomického vývoje v Estonsku a zkoumání hlavních příčin cyklických výkyvů ve sledovaném období. Důležitou součástí cíle je výzkum kontextu nastavení měnové a fiskální politiky s průběhem hospodářského cyklu.
2. Jedním z východisek práce je, že Estonsko bylo spolu s pobaltskými státy silně zasaženo v období, kdy probíhala tzv. Velká recese. Význam práce bude v analýze příčin, průběhu a dopadů recese a zkoumání kontextu hospodářsko-politických opatření. Práce se bude také snažit odpovědět na otázku, jakou úlohu hrála politická rozhodnutí v situacích, kde mohl existovat rozpor s ekonomickým přístupem.
3. V této části budou nastíněna teoretická východiska, použité pojmy a definice. Bude se jednat zejména o teorii hospodářského cyklu. Také bude vysvětlena teoretická základna použitých makroekonomických ukazatelů.
4. Praktická část se zaměří na tři dílčí časové úseky ve zkoumaném období. Výzkum začne nejdříve nástupní expanzní fází a následovat bude samotné období recese v kontextu přijatých hospodářsko-politických opatření. Nakonec bude zkoumán stav po recesi a postiženy silné a slabé stránky ekonomiky. V dílčích částech bude analyzován zejména vývoj HDP, mezery výstupu, inflace, nezaměstnanosti a běžného účtu platební bilance.

Rozsah práce: min. 65 normostran

Seznam odborné literatury:

1. CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde, 2006, 199 s. ISBN 80-7201-576-1.
2. GROENENDIJK, Nico a Annika JAANSOO. Public finance systems for coping with the crises: lessons from the three Baltic States. Public Finance and Management. 2015, vol. 15, no. 3, s. 257-289. ISSN 1523-9721.
3. JÕGISTE, Kadri, Peeter PEDA a Giuseppe GROSSI. BUDGETING IN A TIME OF AUSTERITY: THE CASE OF THE ESTONIAN CENTRAL GOVERNMENT: BUDGETING IN A TIME OF AUSTERITY IN ESTONIA. Public Administration and Development. 2012, vol. 32, no. 2, s. 181-195. ISSN 0271-2075.
4. JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika. Praha: Grada, 2013, 660 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3893-2.
5. RAUDLA, Ringa a Rainer KATTEL. Why Did Estonia Choose Fiscal Retrenchment after the 2008 Crisis?. Journal of Public Policy. 2011, vol. 31, no. 2, s. 163-186. ISSN 0143-814X.
6. ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽDÁREK. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016, 543 s. Expert. ISBN 978-80-247-5858-9.
7. STAEHR, Karsten. EXCHANGE RATE POLICIES IN THE BALTIC STATES: FROM EXTREME INFLATION TO EURO MEMBERSHIP. CESifo Forum. 2015, vol. 16, no. 4, s. 9. ISSN 1615-245X.
8. WOLF, Holger. Currency boards as a path towards the Eurozone: lessons from the Baltics. International Economics and Economic Policy. 2016, vol. 13, no. 1, s. 45-57. ISSN 1612-4804.

Datum zadání diplomové práce: listopad 2017

Termín odevzdání diplomové práce: květen 2018

Bc. Jan Schier
Řešitel

Ing. Zdenka Vostrovská, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Děkan NF VŠE

Abstrakt

Tato diplomová práce provádí analýzu vývoje makroekonomické rovnováhy v Estonsku mezi lety 2002 až 2016 v kontextu se změnami v měnové a fiskální politice. Během tohoto období došlo k výrazným cyklickým výkyvům. Jeden z nich byl spojen s tzv. Velkou recesí a vyvolal nutnost odpovídající reakce. Z důvodů politických i ekonomických byla zvolena fiskální konsolidace, která dopadla úspěšně. Nejdříve je připraven základ v teorii hospodářského cyklu, hospodářské politiky a v makroekonomické analýze a také nabídnut stručný výčet historických souvislostí. Ve třech dílčích částech zkoumaného období je poté provedena analýza. Ta poskytuje výstup pro úspěšnou odpověď na výzkumnou otázku. Vliv politických rozhodnutí měl podle výsledků analýzy spíše negativní vliv na estonské hospodářství.

Klíčová slova

Hospodářský cyklus, Velká recese, Estonsko, měnová politika, fiskální politika, politické rozhodnutí

Abstract

This master thesis conducts an analysis of macroeconomic equilibrium in Estonia between year 2002 and 2016 in context with changes in monetary and fiscal policy. During this period there happened to be significant fluctuations of business cycle. One of these was connected with the so called Great recession which induced the need of an appropriate reaction. Because of political and economic reasons, a fiscal consolidation was chosen and it was successful. At first the thesis prepares a basis in business cycle theory, economic policy and in macroeconomic analysis and also offers a brief historical context. In three partial sections of the research period the analysis itself is then carried out. It provides outcome for successful answer to research question. Results of the analysis show that influence of political decisions was rather negative than positive for the estonian economy.

Keywords

Business cycle, Great recession, Estonia, monetary policy, fiscal policy, political decision

JEL klasifikace, JEL classsification

E32, E52, E62

Obsah

Úvod.....	10
1 Hospodářský cyklus	12
1.1 Východiska a pojmy	12
1.1.1 Růst a cyklus.....	12
1.1.2 Fáze cyklu.....	13
1.1.3 Koncepty měření výkyvů ekonomické aktivity.....	14
1.2 Teoretické přístupy a jejich vývoj.....	14
2 Hospodářská politika.....	17
2.1 Měnová (a kurzová) politika	17
2.1.1 Měnový výbor	18
2.1.2 Eurosystem	19
2.2 Fiskální politika	20
2.2.1 Vládní rozpočty	20
2.2.2 Vyrovnanost rozpočtu	21
2.3 Magický čtyřúhelník	22
3 Makroekonomická analýza	22
3.1 Vnitřní makroekonomická rovnováha	23
3.1.1 Hrubý domácí produkt.....	23
3.1.2 Produkční mežera	24
3.1.3 Cenový vývoj.....	24
3.1.4 Nezaměstnanost.....	25
3.1.5 Deficit veřejných financí a dluh	26
3.2 Vnější makroekonomická rovnováha.....	27
3.2.1 Běžný účet platební bilance.....	27
3.2.2 Další ukazatele.....	28
4 Estonsko	29

4.1	Charakteristiky země	29
4.2	Historický vývoj.....	30
4.2.1	Politika a geopolitika	30
4.2.2	Hospodářství a zformování měnové a fiskální politiky.....	31
5	Analýza makroekonomického vývoje	35
5.1	Období 2002-2007	36
5.1.1	Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu	36
5.1.2	Cenový vývoj.....	40
5.1.3	Nezaměstnanost	43
5.1.4	Běžný účet platební bilance	44
5.1.5	Nastavení měnové a fiskální politiky	45
5.1.6	Dílčí vyhodnocení období 2002-2007	47
5.2	Období 2008-2011	49
5.2.1	Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu	50
5.2.2	Cenový vývoj.....	53
5.2.3	Nezaměstnanost	55
5.2.4	Běžný účet platební bilance	57
5.2.5	Nastavení měnové a fiskální politiky	58
5.2.6	Zvolení hospodářsko-politických opatření	62
5.2.7	Dílčí vyhodnocení období 2008-2011	64
5.3	Období 2012–2016.....	65
5.3.1	Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu	65
5.3.2	Cenový vývoj.....	68
5.3.3	Nezaměstnanost	71
5.3.4	Běžný účet platební bilance	72
5.3.5	Nastavení měnové a fiskální politiky	73
5.3.6	Dílčí vyhodnocení období 2012-2016	76

Závěr	79
Seznam zkratek	83
Seznam tabulek	83
Seznam grafů.....	84
Zdroje	85
Přílohy	98

Úvod

Estonsko je malá země na periferii Evropy, která si prošla spolu s celým pobaltským regionem složitým historickým vývojem. Obzvláště dvacáté století bylo prochnuté zápasem s osudem, který ne vždy připravil této zemi příjemné časy. S rozpadem Sovětského svazu se nakonec objevila perspektiva nezávislosti a prosperity. Během posledních deseti let se však znovu vrátila nejistota. Z explicitního hlediska se nejblíže jedná o bezpečnostní situaci, nicméně propad ekonomiky, který zasáhl Pobaltí v průběhu Velké recese, byl nesmírně vážný.

Estonsko je zajímavá země s liberálním přístupem k ekonomickým záležitostem a v rámci Pobaltí bylo doposud dynamickou a úspěšnou ekonomickou silou. Vzhledem k historickému kontextu lze pochopit politické směřování země na Západ a snahu hledat tam prosperitu a bezpečnost. V současné době jsou hlasitěji slyšet kritické (konstruktivní či nekonstruktivní) hlasy ve vztahu k různým institucím „Západu“ ať se jedná o ekonomická, či politická témata. Estonsko bylo doposud velmi odhodlané účastnit se pokroku v budování Evropské unie. Autor práce by tuto odhodlanost mohl označit za celkem nekritickou. Výsledky tohoto výzkumu, který se zabývá ekonomickou stránkou věci, by mohly být podporou, či obroušením kritických argumentů na základě zkušenosti této relativně úspěšné republiky. Případně by pro Estonsko mohly poskytnout lehký podnět k reflexi odhodlání svého směřování.

První tři kapitoly práce jsou věnovány vybudování teoretické, metodologické a pojmové základny. Vzhledem k tomu, že nosnou osou praktické části je průběh hospodářského cyklu, první kapitola se zabývá ujasněním pojmů a stručným vzhledem do teorie hospodářského cyklu. Hospodářsko-politický kontext je klíčový z hlediska cíle, proto je druhá kapitola zaměřena na fiskální a měnovou politiku, zejména pak na témata relevantní pro praktickou část. Poslední teoretická kapitola se zabývá makroekonomickou analýzou, která představuje nástroj pro výzkum procesů probíhajících v hospodářství ve vztahu k cíli práce. V této kapitole jsou také charakterizovány použité ekonomické ukazatele.

Po teoretickém zakotvení přijde krátká čtvrtá kapitola, která uvede čtenáře do okolností země a obzvláště historického kontextu politiky a ekonomiky s přetrvávajícím vlivem do zkoumaného období. Samotná analýza je rozdělena na tři časové úseky, které

člení celé zkoumané období na koherentní části, což umožní se tematicky a detailně soustředit na omezené téma. První z dílčích období je charakteristické vzestupnou fází cyklu a vymezují je roky 2002 až 2007. Naopak rozmezí let 2008 až 2011 představuje v širším záběru fázi recese a dosažení dna. Třetí a poslední úsek zahrnuje expanzi od roku 2012 až do roku 2016. Ačkoliv je období Velké recese věnován větší zřetel, všechny jednotlivé analýzy sledují stejný postup. Nejdřív se provádí analýza vnitřní a vnější rovnováhy ekonomiky, poté se zkoumá kontext fiskální a měnové politiky, načež proběhne vyhodnocení získaných poznatků z několika úhlů pohledu.

Hlavním cílem práce je provedení analýzy makroekonomického vývoje a výzkum hlavních příčin cyklických výkyvů. Konkrétně se jedná o vnitřní a vnější makroekonomickou rovnováhu, sledovanou primárně ukazateli HDP, cenového vývoje, nezaměstnanosti a běžného účtu platební bilance. Stav ekonomiky a makroekonomické rovnováhy je konfrontován s praktikovanou měnovou a fiskální politikou a změnami v jejím nastavení. Dosažení tohoto cíle pak umožní odpovědět na klíčovou otázku práce. Ta se ptá, jakou roli hrála politická rozhodnutí v důležitých situacích pro estonské hospodářství. Jedná se o případy, kdy tato rozhodnutí mohla vytvářet soulad, či rozpor s ekonomickými požadavky na utváření výsledných rozhodnutí. Pochopitelně daný efekt mohl být neutrální či nejednoznačný. V případě rozporu by mohla učiněná rozhodnutí dokonce mít negativní vliv na následný vývoj ekonomiky, avšak míra škodlivosti může být odlišná z různých úhlů pohledu.

1 Hospodářský cyklus

Tato kapitola je určena k shrnutí teoretické základny potřebné pro analýzu v praktické části práce. K tomu poslouží především ucelení definic a pojmů ve vztahu k teorii hospodářského cyklu, které budou nejvíce potřeba pro správné uchopení praktické části. Nicméně určitý prostor bude také věnován nástinu obecné teorie a různým přístupům.

1.1 Východiska a pojmy

1.1.1 Růst a cyklus

Hospodářský růst lze definovat více možnými způsoby, nicméně všechny sdílí společný základ. Jednu z mnoha možných definic nabízí Kadeřábková:

„Hospodářský růst je klíčovým předpokladem zvyšování ekonomické úrovně. Při hodnocení jeho vývoje je rozlišována délka sledovaného období. V krátkodobém horizontu jej určují faktory ovlivňující agregátní poptávku a její složky, ve středně a dlouhodobém horizontu faktory ovlivňující stranu nabídky. Přetrvávající poklesy a vzestupy ekonomické aktivity se promítají do cyklického vývoje. Dlouhodobě vyšší růstová výkonnost zaostávající země se projevuje v dohánění země vyspělejší, tj. ve sbližování (konvergenci) jejich ekonomických úrovní.“¹

Ony „poklesy a vzestupy ekonomické aktivity“ jsou podstatou hospodářského cyklu, jehož kompaktní definici nabízí Czesaný: *„Hospodářský cyklus je zpravidla definován jako soubor výkyvů agregátní ekonomické aktivity, aproximované hrubým domácím produktem v reálném vyjádření. Toto výkyvné chování ekonomické aktivity jako celku je předmětem teorie hospodářského cyklu. Pojem „cyklus“ zahrnuje existenci vzestupné a sestupné fáze ekonomické aktivity a vyjadřuje také opakovatelnost sekvencí jeho fází, které však nemají periodickou povahu.“²* Ekonomická aktivita je pak (prakticky) vyjádřena a měřena hrubým domácím produktem a jeho vývojem, v základním vyjádření nebo v odvozených ukazatelích.³

¹ Kadeřábková (2003, str. 9)

² Czesaný (2006, str. 20)

³ Kadeřábková (2003)

O opakovatelnosti avšak absenci periodicity se také zmiňuje Heczko.⁴ Uvádí, že teoretické spory se spíše přiklání k nepravidelnosti cyklů a tedy, že mají stochastický charakter, takže je není možné předpovědět. Pojem „cyklus“ tedy není kvůli tomu vzhledem k původnímu významu tohoto slova vhodný a přesnější je pro nepravidelné kolísání termín „fluktuace“.

1.1.2 Fáze cyklu

Každý jednotlivý cyklus lze rozdělit. Pro každou fázi lze najít výstižný odborný název, nicméně těchto pojmů se někdy používá více. Proto je potřeba je v této podkapitole shrnout. Nejčastěji lze charakterizovat 4 fáze v rámci opakujících se výkyvů. Tyto cykly jsou charakterizovány různou hloubkou (amplitudou) a délkou buď cyklu, nebo vzestupné (sestupné) fáze počítané na čtvrtletí.⁵

- **Dno (sedlo)** je fáze, v které je reálný produkt v bezprostředním okolí lokálního minima. Představuje ukončení předešlého cyklu a počátek nového. Charakterizují ji nevyužité kapacity, zvýšená míra nezaměstnanosti a nízká úroveň spotřebitelské a investiční poptávky.⁶ Vzápětí na něj navazuje **oživení**, kdy se ekonomická aktivita znovu rozbíhá.⁷
- **Expanze nebo vzestupná fáze** je období prosperity, kdy aktivita vyjádřená produktem roste. Charakterizuje ho pokles nezaměstnanosti, nahrazování opotřebeného kapitálu, růst spotřebitelské poptávky a optimistická očekávání. Toto období může vrcholit **konjunkturou**, ekonomika zažívá příznivou situaci (používá se též anglický název „boom“).⁸
- **Vrchol** značí okolí lokálního maxima. Kapacity ekonomicky jsou zcela využity a objevuje se nedostatek pracovní síly. Bezprostředně po něm přichází útlum ekonomické aktivity.⁹
- **Kontrakce nebo sestupná fáze** představuje pokles ekonomické aktivity (zpomalení růstu nebo pokles HDP). Také často používaným termínem je **recese**, kdy pokles trvá 2 a více období po sobě. Klesá spotřeba domácností, klesají investice, zvyšuje se nezaměstnanost, pomaleji rostou nebo klesají

⁴ Heczko a kol (2016)

⁵ Czesaný (2006)

⁶ Czesaný (2006)

⁷ Heczko a kol (2016)

⁸ Czesaný (2006)

⁹ Czesaný (2006)

mzdy, snižuje se poptávka po úvěrech a v důsledku všeho i vzrůstají tlaky na veřejné rozpočty. Pro vážnou recesi se silným propadem a dalekosáhlými důsledky lze požit pojem **deprese**.¹⁰

1.1.3 Koncepty měření výkyvů ekonomické aktivity

*„V klasickém pojetí hospodářského cyklu je základem měření střídání absolutních vzhledů a poklesů. V rámci pojetí růstových cyklů jsou předmětem měření expanzní a kontrakční odchylky od trajektorie potenciálního produktu.“*¹¹ Nejprve je tedy potřeba ukotvit termín „potenciální produkt“. Ten představuje dlouhodobější trend, kolem kterého fluktuuje reálný produkt. *„Potenciál je pojímán jako agregátní nabídka, která je udržitelná v čase a je determinována příslušnou strukturou produkce, stavem technologie s dostupností produkčních zdrojů.“*¹²

Hlavním problémem v tomto konceptu je rozlišení trendu a cyklu a také možnosti jejich odhadování. K tomu se jako metody používají kromě statistických přístupů¹³ často také produkční funkce, které se pokouší vytvořit model nabídkové strany ekonomiky. U nich může docházet k různým výsledkům, které jsou často důsledkem různého měření produktivity výrobních faktorů.¹⁴

1.2 Teoretické přístupy a jejich vývoj

Zde bude stručně uveden náhled na různé přístupy ve tvorbě teorie, které se v průběhu času nashromáždily. Czesaný je rozděluje na níže uvedené kategorie jednak podle hlediska původu spouštěče ekonomických změn. Dále pak prostě chronologicky, podle posloupnosti, jak tyto teorie vznikaly.¹⁵

Pokud teorie vidí primární impuls cyklické fluktuace ve faktorech¹⁶ stojících mimo ekonomický systém, pak jsou označeny jako **vnější**. Naopak pokud impulsy ke kolísání ekonomické aktivity jsou přirozeně generovány¹⁷ v rámci systému, pak jsou označeny jako **vnitřní**.

¹⁰ Czesaný (2006)

¹¹ Czesaný (2006, str. 22)

¹² Czesaný (2006, str. 21)

¹³ Např. Hodrick-Prescottův filtr, který pomocí vyhlazovacích postupů vymezí trendovou hodnotu.

¹⁴ Czesaný (2006)

¹⁵ Czesaný (2006)

¹⁶ Války, neúrody, prudké změny cen surovin, incidenty, politické a finanční krize,...

¹⁷ Nedostatečná spotřeba, kolísání investic, technologie, množství peněz,...

Dalším členěním je na teorie **monetární**, pro které nejsou peníze neutrální a změny množství peněz a měnových agregátů dokážou ovlivnit ekonomickou aktivitu. Naopak proti tomuto přístupu stojí teorie zdůrazňující vliv faktorů **reálných**. K tomu se ještě teorie odlišují, pokud za fluktuacemi spatřují **jednu příčinu či více**.

Podle **chronologického** přístupu se vydělují **předkeynesiánské teorie**, které spadají do první třetiny dvacátého století. Mezi ně patřily teorie, které vysvětlovaly cyklus **psychologickými** aspekty obyvatel, tedy zjednodušeně pesimismem nebo optimismem. Dále byly rozvíjeny **základy měnové teorie**, které spatřují vliv změn peněžní zásoby na kolísání investiční aktivity. Další významnou je **teorie přeinvestování**, která odůvodňuje sestupnou fázi cyklu poklesem poptávky po investicích¹⁸. **Inovační teorie** kladou důraz na reálnou podstatu cyklů tak, že spatřují skokové inovační vlny (také populační růst a nové zdroje) za původce dlouhých cyklů prostřednictvím nabídkového šoku. Vzhledem k jejich reálné podstatě jsou tyto cykly přirozené a nejde je potlačit hospodářskou politikou. Posledními významnými jsou **teorie podspotřeby** vycházející z předpokladu, že poměr spotřeby k produktu se při kontrakci mění.¹⁹

Keynesiánské teorie spatřují hospodářské cykly jako důsledek nestability soukromých investic. Poptávka po investicích odráží očekávání o budoucích výnosech. Kromě úrokových měr závisí očekávání na psychologických faktorech. Vzhledem k nedůvěře k znovunastolení rovnováhy po silné recesi, zdůrazňují keynesiánské teorie aktivní úlohu státu například v nahrazení potlačené aktivity soukromého sektoru prodchnutého pesimismem. Stabilizační politika vlády má úlohu místo každoročně vyrovnaného rozpočtu v cyklicky vyrovnaném, takže fiskální politika v recesi stimuluje a v expanzi vytváří rezervy. Mezi neokeynesiánské teorie, které navazují na práci Keynesa lze zmínit princip akcelératoru a multiplikátoru.²⁰

Nová konzervativní ekonomie navázala na neoklasickou ekonomii prostřednictvím **monetarismu** a **nové klasické ekonomie**. Společným předpokladem byla pružnost cen a mezd. Vládní zásahy byly tudíž shledávány za nežádoucí. Podle monetaristů je kolísání ekonomické aktivity způsobováno neočekávanými změnami tempa růstu nabídky peněz. Cykly jsou tedy způsobeny mylným vnímáním informací v krátkém

¹⁸ Jeden z významných konceptů konstatuje, že snížení úrokových měr pod rovnovážnou hladinu vede k rychlejšímu růstu investic, než roste agregátní poptávka.

¹⁹ Czesaný (2006)

²⁰ Czesaný (2006)

období, kdy vznikne nesoulad mezi očekávanou a skutečnou mírou inflace. Podle nové klasické makroekonomie tvoří lidé racionální očekávání bez ohledu na délku období, a proto klíčové jsou pouze neočekávatelné změny.²¹

Teorie reálného hospodářského cyklu se zaměřuje na reálné veličiny a nabídkovou stránku ekonomiky. Reálný šok způsobuje výkyvy agregátní nabídky a tím následně vytváří hospodářské cykly. Tento šok je především technologické²² povahy, ale způsobují ho také katastrofy, špatná úroda (de)regulace ekologických norem a další. Oproti monetarismu chápe tato teorie změny peněžní zásoby jako důsledek cyklu, nikoliv jeho příčinu.²³

Noví keynesiánci navazují na teorie monetaristů a reálného hospodářského cyklu a přidávají prvky keynesiánství. Uznávají racionální očekávání, ale do svých teorií také zavádějí cenové a mzdové strnulosti (také „náklady jídelního lístku“).²⁴

Politický hospodářský cyklus označuje teorii, podle které snahy politických aktérů o znovuzvolení způsobují inklinaci k provádění hospodářsko-politických opatření tak, aby příznivá ekonomická situace v období voleb pomohla k jejich znovuzvolení.²⁵

Teorie náhodné procházky akcentuje působení jak množství dočasných krátkodobých šoků, tak dlouhodobějších nabídkových šoků. Z toho vyplývá obtížná odhadnutelnost budoucího vývoje ekonomiky. Tím tato teorie vyjadřuje skepsi k úspěšnému reálnému používání hospodářsko-politických nástrojů.²⁶

²¹ Czesaný (2006)

²² Nová výrobní technika, zvýšení efektivity výroby, nové produkty, nové materiály,...

²³ Czesaný (2006)

²⁴ Heczko a kol (2016)

²⁵ Czesaný (2006)

²⁶ Czesaný (2006)

2 Hospodářská politika

Z obecného hlediska je hospodářská politika přístup státu ke své domácí ekonomice. Nositelé hospodářské politiky při ní používají určitých nástrojů a pravomocí k tomu, aby ovlivnili ekonomický a sociální vývoj.²⁷

Cílů hospodářské politiky může být mnoho, nicméně mezi tradiční cíle nejčastěji patří hospodářský růst a udržení hospodářské rovnováhy. Nositelé hospodářské politiky jsou subjekty podílející se na procesu formulování, provádění a kontrole hospodářské politiky. Jsou jimi parlament, vláda, centrální banka (měnová autorita) a další instituce. Nástroje lze dělit z mnohých hledisek, ale pro práci poslouží rozdělení na měnové a fiskální.²⁸

Hospodářsko-politické koncepce ovlivňují, jakým způsobem jsou použity nástroje a jak jsou cíle hospodářské politiky uchopeny. V rámci tržního hospodářství je možno vymezit **koncepci liberální a intervencionistickou**. Liberální koncepce zdůrazňuje roli soukromého sektoru a přeje si omezení státních zásahů. Naproti tomu intervencionistické koncepce zdůrazňují roli státu v ekonomice a státní zásahy považují za nutné i žádoucí.²⁹

2.1 Měnová (a kurzová) politika

(Klasická) „*Měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací)*“.³⁰

- Expanzivní měnová politika
 - stimulace hospodářství, snížení krátkodobých úrokových sazeb
- Restriktivní měnová politika
 - Tlumí hospodářství, zvýšení krátkodobých úrokových sazeb

Kvantitativní uvolňování je potom netradiční forma měnové politiky, při které dochází ke koupi (běžně na sekundárním trhu) domácích finančních aktiv od

²⁷ Urban (1994)

²⁸ Slaný (2003)

²⁹ Slaný (2003)

³⁰ Jílek (2013, str. 16)

obchodních bank a výsledkem je navýšení likvidity na rezervních účtech obchodních bank u centrální banky. Cílem je snížení strmosti výnosových křivek a konečný cíl je totožný s cílem expanzivní měnové politiky.³¹

Nástroje měnové politiky se dělí na **přímé** a **nepřímé**. Přímé nástroje nejsou běžně využívány. Klíčové nástroje pro současné běžné fungování jsou operace na volném trhu (ve vztahu s vyhlášením úrokových sazeb), případně také automatické nástroje.³² Dále se také v systému s částečnými rezervami vyhláší povinné minimální rezervy pro komerční banky. Pro zasahování do měnových kurzů mohou být využívány devizové intervence. V důsledku finanční krize se rozmohly různé nástroje na dodávání likvidity.³³

Režimy měnové politiky dávají rozhodovacímu procesu určitou strukturu, čímž usnadňují rozhodnutí. Základními režimy jsou:³⁴

- Režim s implicitní nominální kotvou
- Cílování měnové zásoby
- Cílování měnového kurzu
- Cílování inflace

2.1.1 Měnový výbor

V režimu cílování měnového kurzu se centrální banka prostřednictvím změn úrokových měr a přímých devizových intervencí snaží zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu. Tímto se snaží obvykle „dovést“ nízkou inflaci z kotevní země. Zpravidla je taková kotevní země větší zemí s nízkou inflací a velkým podílem na vzájemném obchodu. Hlavní nevýhodou cílení kurzu je výrazné oslabení autonomie měnové politiky (úrokové sazby). Možnost reakce je omezena a šoky jsou přenášeny pomocí importované měnové politiky do kotevní země. Tento režim může být vhodný pro malé a otevřené ekonomiky.³⁵

³¹ Jílek (2013)

³² Jílek (2013)

³³ ČNB (Měnověpolitické nástroje)

³⁴ ČNB (Jaké jsou režimy měnové politiky?)

³⁵ Jílek (2013)

Existují následující režimy měnových kurzů:³⁶

- **Zlatý standard** (pravý, klasický, měnový, dolarový)
- **Plovoucí měnový kurz** (čistý, nezávislý, řízený)
- **Korigované a posuvné zavěšení**
- **Pevný měnový kurz**
- **Měnový výbor**

Samotný měnový výbor je nejzazší varianta režimu cílování měnového kurzu. Avšak moderní měnový výbor má více funkcí a liší se od historických měnových výborů (užívaných v koloniích). Ukotvení kurzu na jinou měnu je silnější (hard peg) než pevný kurz, protože měnové pásmo zaniká.³⁷ Centrální banka omezuje svou činnost na nesterilizované devizové intervence.³⁸

Měnový výbor drží aktiva v dané zahraniční měně a toto množství je větší nebo rovno alespoň oběživu. Účelem výboru je „dovoz důvěry ze zahraničí“ a vyžaduje důraz na fiskální korekce. Oproti pevnému kurzu je devalvace nesnadná, zejména díky legislativnímu ukotvení, což omezuje centrální banku.³⁹

2.1.2 Eurosystém

Měnovou politiku pro země, které zavedly euro, vykovává spolupráce Evropské centrální banky a národních centrálních bank. Konečným cílem Eurosystému je cenová stabilita a druhořadně pak podpora všeobecné hospodářské politiky.

Druhy nástrojů využívaných ECB jsou reverzní repa a repa, přímé koupě a prodeje, emise dluhopisů, měnové swapy a vklady. Členění operací na volném trhu podle hlediska cíle a pravidelnosti je na hlavní refinanční operace, dlouhodobé refinanční operace, doladňovací operace, strukturální operace, úvěrový nástroj a vkladový nástroj.⁴⁰

Operačním cílem je krátkodobá úroková míra. Pomocí operací na volném trhu, je ovlivňován konečný cíl nepřímo. Eurosystém vyhláší tři základní úrokové míry:⁴¹

- Míru hlavních refinančních operací (main refinancing operations rate)

³⁶ Jílek (2013)

³⁷ Jílek (2003)

³⁸ Mandel, Tomšík (2008)

³⁹ Jílek (2013)

⁴⁰ Jílek (2013)

⁴¹ Jílek (2013)

- Míru vkladového nástroje (deposit facility rate)
- Míru úvěrového nástroje (lending facility rate)

Země Evropské unie, které se odhodlají vstoupit do měnové unie, musí zavést mechanismus měnových kurzů (Exchange rate mechanism II). V něm jsou měny vázány na euro ve flukтуаčním pásmu $\pm 15\%$ po dobu dvou let než vstoupí do eurozóny.⁴² Po tuto dobu musí plnit maastrichtská konvergenční kritéria:⁴³

- Kritérium cenové stability
- Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb
- Kritérium stability kurzu měny a účast v ERM II
- Kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí

2.2 Fiskální politika

Existuje rozdíl mezi pojmem rozpočtová politika a fiskální politika. Záleží na pojetí pozitivním, či normativním. Normativní pojetí přisuzuje politikám jiné funkce, zatímco v pozitivním pohledu tyto pojmy splývají. Z normativního pohledu má fiskální politika zajistit funkci stabilizační a aktivně tak přispět k dosažení makroekonomické rovnováhy, kde vládní rozpočet slouží jako nástroj. Naopak rozpočtová politika má z normativního pojetí eliminovat důsledky mikroekonomických a mimoekonomických tržních selhání, takže stát má produkovat veřejné statky, kompenzovat externality, apod.⁴⁴ Funkce fiskální politiky jsou tyto:⁴⁵

- **Stabilizační funkce** (rovnoměrný růst ekonomiky)⁴⁶
- **Alokační funkce** (poskytování veřejných statků)
- **Distribuční funkce** (redistribuce důchodů)

2.2.1 Vládní rozpočty

„Soustava veřejných rozpočtů má v různých zemích odlišnou podobu, avšak základní kategorie jsou harmonizovány s národními účty a institucionálním sektorem – tzv. veřejný sektor. Hlavní částí veřejných rozpočtů (financí) je státní (federální)

⁴² Jílek (2013)

⁴³ ČNB (Kritéria konvergence)

⁴⁴ Dvořák (2008)

⁴⁵ Slaný (2003)

⁴⁶ Stabilizační funkce je důležitá pro praktickou část práce.

rozpočet, dále sem patří rozpočty veřejné správy na různých úrovních a rozpočty různých jednotek hospodařících s veřejnými zdroji.“⁴⁷

Vládní rozpočty⁴⁸ mají své příjmy a výdaje. Mezi příjmy patří největší mírou daně (včetně „pojistného“ a cla), další příjmy (úroky, splátky, pronájem, prodej aktiv a také přijaté dotace a příspěvky (včetně nadnárodních institucí). Na výdajové stránce to jsou transfery domácnostem a podnikům, financování veřejných statků a platby úroků z veřejného dluhu.⁴⁹

2.2.2 Vyrovnanost rozpočtu

V případě, kdy dojde k nerovnováze mezi příjmy a výdaji vzniká rozpočtové saldo. To může být kladné (přebytek), nebo záporné (schodek, deficit). Deficit lze dále rozdělit na:⁵⁰

- **Pasivní deficit** (způsoben exogenním faktorem)
 - Hospodářský pokles, nákladový šok a mimořádné události
- **Aktivní deficit** (způsoben endogenně, aktivním vládním rozhodnutím)
 - Snaha rozložit důsledky nabídkové šoku, rozložit daňovou zátěž, expanzivní fiskální politika, vládní populismus,...

S tím jsou taky spojeny pojmy cyklického a strukturálního deficitu. Kde strukturální složka je vnitřní nastavení rozpočtu (přebytkové či deficitní) při potencionálním produktu. Strukturální deficit je hodnota celkového deficitu po odečtení cyklické složky (způsobené ekonomickými fluktuacemi) a jednorázových opatření.⁵¹

Každoročně vyrovnaný rozpočet znamená, že spolu s poklesem příjmů v důsledku ekonomického propadu se příslušně upraví i hodnota výdajů a stejně tak v opačné situaci. Také se mohou zvedat sazby daní, aby pokles příjmů byl slabší. Tím teoreticky dojde ke stále vyrovnanému rozpočtu. Tento koncept neumožňuje stabilizaci a sám je zdrojem nestability svou procykličností.⁵²

⁴⁷ Spěváček a kol (2016, str. 298)

⁴⁸ V práci je používán sektor S13 (General government) dle klasifikace národních účtů. Ačkoliv se často používá termín „veřejný“, je míněn vládní sektor podle národních účtů.

⁴⁹ Spěváček a kol (2016)

⁵⁰ Dvořák (2008)

⁵¹ Spěváček a kol (2016)

⁵² Slaný (2003)

Cyklicky vyrovnaný rozpočet je koncepcí, kdy jsou výdaje nastavené stabilně na průměrné úrovni. Příjmy poté v závislosti na cyklu rostou a klesají. Tím se vytvářejí rezervy v přebytkových letech, které financují deficity z let propadu. Určitá netečnost rozpočtu na cyklické kolísání je vlastně vestavěným stabilizátorem (působí proticyklicky). Tím se rozpočet stává vyrovnaným napříč obdobími, nikoliv však v každém jednotlivém roce.⁵³

Rozpočtový deficit lze „vyřešit“⁵⁴ **peněžním krytím** (monetizací) anebo **dluhovým krytím**.⁵⁵ „*Veřejný dluh představuje pohledávku vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatelstva.*“⁵⁶

2.3 Magický čtyřúhelník

Prioritní cíle hospodářské politiky jsou zachování hospodářské rovnováhy a (přiměřený) hospodářský růst. Magický čtyřúhelník představuje grafické znázornění čtyř prioritních cílů hospodářské politiky. Tyto cíle jsou navzájem v krátkém období často konfliktní. Ukazateli vstupující do magického čtyřúhelníku a jejich optimální hodnoty (v závorce) podle OECD jsou:⁵⁷

- Růst reálného HDP (3 %)
- Míra inflace (2 %)
- Nezaměstnanost (5,5 %)
- Saldo běžného účtu platební bilance (0 %)

Srovnání úspěšnosti politik mezi lety lze poté měřit srovnáním objemu daných geometrických obrazců. U jednotlivých politik je ostřejší úhel spojen s úspěšnějším naplněním cíle a naopak je tomu u tupějšího úhlu. Kromě těchto základních cílů hospodářská politika pochopitelně sleduje dodatečně i další cíle.⁵⁸

3 Makroekonomická analýza

Obecně je analýza myšlenkové rozložení zkoumaného předmětu na jednotlivé části. Vzhledem k předpokladu, že v každém jevu je nějaký systém, proto pak zkoumání

⁵³ Slaný (2003)

⁵⁴ Kromě zvýšení příjmů a snížení výdajů.

⁵⁵ Slaný (2003)

⁵⁶ Dvořák (2008, str. 79)

⁵⁷ Slaný (2003)

⁵⁸ Slaný (2003)

těchto částí a jejich vazeb pomůže pochopit systém jako celek.⁵⁹ „*Makroekonomická analýza zkoumá vývoj ekonomiky jako celku v jeho historických a příčinných vztazích i základních souvislostech. Na základě konkrétního průběhu vývoje ekonomiky hodnotí účinnost makroekonomické politiky a dává doporučení na zaměření hospodářské politiky v příštím období.*“⁶⁰

Slaný⁶¹ rozlišuje hlavní oblasti ekonomické analýzy, kterých je pět. Jednak to jsou **ekonomický růst** a ekonomická úroveň země, **vývoj národohospodářské poptávky** a také **zaměstnanost a trh práce**. Pro účely naplnění cílů práce bude kladen důraz na zbývající dvě, tedy **vnitřní rovnováhu** a **vnější rovnováhu** (a zahraniční obchod). Nicméně z výčtu všech možných ukazatelů jsou vybrány klíčové. Ty jsou důkladně sledovány s ohledem na cíl práce.

Makroekonomická rovnováha je podmínkou udržitelného růstu a celkovému pozitivnímu fungování ekonomiky ve všech sektorech. Naproti tomu značná nerovnováha prohlubuje zadlužení a ohrožuje růst ekonomiky i životní úroveň.⁶²

3.1 Vnitřní makroekonomická rovnováha

Indikace vnitřní a vnější rovnováhy slouží ke zjištění míry odchýlení od růstové trajektorie, k monitorování průběhu cyklu a mapování pozice v cyklickém vývoji. Indikátory makroekonomické (ne)rovnováhy mohou přinést výpovědi o nerovnovážném vývoji, který doprovází nebo může vést k výkyvům ekonomické aktivity.⁶³

3.1.1 Hrubý domácí produkt

Klíčovým ukazatelem pro analýzu vnitřní rovnováhy je hrubý domácí produkt. Lze ho měřit (teoreticky) třemi způsoby. Jsou to metoda výrobní, metoda výdajová a metoda důchodová. Pro práci je klíčová metoda výdajová, která je hojně používána v národních účtech, a kterou lze zapsat jako makroekonomickou identitu.⁶⁴

$$C + I + (X-M) = \text{HDP}$$

⁵⁹ Synek a kol (2002)

⁶⁰ Slaný (2003, str. 115)

⁶¹ Slaný (2003)

⁶² Spěváček a kol (2016)

⁶³ Czesaný (2006)

⁶⁴ Spěváček a kol (2016)

Výdaje na konečnou spotřebu (C) zahrnují výdaje domácností, neziskových institucí sloužících domácnostem a vlády. Jednoznačně největší položkou v tvorbě hrubého kapitálu (I) představují investice (tvorba hrubého fixního kapitálu). Kromě toho zahrnuje tvorba hrubého kapitálu ještě změnu zásob a čisté pořízení cenností. V tomto vyjádření jsou sektor soukromý i veřejný počítány dohromady. Vývoz (X) i dovoz (M) zahrnuje zboží a služby a dohromady jejich bilanci.⁶⁵

Z HDP potom lze vypočítat další ukazatele pro zpřesnění vypovídací hodnoty. Je to jednak přepočet na počet obyvatel a dále přepočet podle parity kupní síly. Ten pak udává hodnoty, které zohlední různé cenové hladiny napříč zeměmi. Při sledování delších časových řad⁶⁶ je potřeba zahrnout změny cen v ekonomice, což vytváří rozdíl mezi nominálním a reálným HDP.⁶⁷

3.1.2 Produkční mezera

Základním ukazatelem vnitřní nerovnováhy je rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem. Produkční mezera je odvozený indikátor, který představuje rozdíl mezi odhadem potenciálu a skutečným produktem v procentech HDP, z toho lze zjistit pozici ekonomiky ve fázi cyklu.⁶⁸ Lze ji zapsat následujícím vzorcem.⁶⁹

$$(Y - Y^*)/Y$$

V záporné (recesní) produkční mezeře by růst HDP neměl způsobovat poptávkové tlaky na inflaci. Naopak v kladné (inflační) produkční mezeře může docházet k tlakům na růst inflace i na případné posilování měny.⁷⁰

3.1.3 Cenový vývoj

Míra růstu cenové hladiny je dalším důležitým indikátorem vztahu mezi domácí nabídkou a poptávkou. Nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou je pak větší, čím větší jsou změny ceny, což se může v otevřené ekonomice projevit v obchodní bilanci, nebo měnovém kurzu⁷¹.

⁶⁵ Spěváček a kol (2016)

⁶⁶ V práci jsou využita data reálného HDP, kde se využívala metoda řetězení (chain-linked volumes).

⁶⁷ Spěváček a kol (2016)

⁶⁸ Czesaný (2006)

⁶⁹ Heczko a kol (2016); Y^* je potenciální.

⁷⁰ Czesaný (2006)

⁷¹ Czesaný (2006)

„Základním ukazatelem cenové hladiny je míra inflace, která se vymezuje jako nepřetržitý dlouhodobý růst agregátní cenové hladiny, sledovaný prostřednictvím určitého indexu.“⁷² Pokud je růst agregátní cenové hladiny záporný, jedná se o deflacii. Inflace se podle příčiny dělí na nabídkovou a poptávkovou a podle původu faktoru na externí a endogenní. Míra inflace se pak dělí na mírnou (do 10 %), pádivou (nad 10 %) a hyperinflaci (nad 100 %).⁷³

Pro zachycení agregátní cenové hladiny je používán implicitní cenový index (deflátor HDP). *„Deflátor je souhrnný index měřící vývoj všeobecné (celkové) cenové hladiny, protože obsahuje všechny statky a služby produkované a dovážené do dané ekonomiky.“⁷⁴*

Nejpoužívanějším ukazatelem je index spotřebitelských cen. Ten sleduje vývoj cen ve spotřebním koši, který obsahuje položky zboží a služeb vybrané na základě jejich významného podílu na výdajích obyvatel. Tyto položky se dělí do kategorií „klasifikace individuální spotřeby podle účelu“⁷⁵, která je součástí metodiky ESA. Pro účely mezinárodního srovnávání v rámci EU se používá „harmonizovaný index spotřebitelských cen“ (HICP⁷⁶).⁷⁷

V řadě zemí se od 80. let prosadilo úzké sepětí mezi vývojem cen nemovitostí a hospodářským cyklem.⁷⁸ Proto jsou i tyto změny cen v práci sledovány. House price index (HPI) sleduje souhrn cen u bytových nemovitostí a jejich postupný vývoj.⁷⁹

3.1.4 Nezaměstnanost

Nezaměstnanost je dalším ukazatelem vnitřní rovnováhy.⁸⁰ Teoreticky se nezaměstnanost dělí na **frikční** (spojená s hledáním zaměstnání), **strukturální** (důsledek poptávky po jiných kvalifikacích zaměstnanců, kvůli změnám ve struktuře

⁷² Spěvák a kol (2016, str. 365)

⁷³ Spěvák a kol (2016)

⁷⁴ Spěvák a kol (2016, str. 379)

⁷⁵ ECOICOP

⁷⁶ HICP je typem Laspeyresův index.

⁷⁷ Spěvák a kol (2016)

⁷⁸ Czesaný (2006)

⁷⁹ Eurostat (House price index and value of housing transactions)

⁸⁰ Mzdy a produktivita jsou také důležité z hlediska analýzy trhu práce a hospodářství, nicméně v rámci cíle práce jim není věnována hlavní pozornost.

ekonomiky) a **cyklickou** (v důsledku recesní mezery). Dále je možné zmínit sezónní (součást přirozené míry) a technologickou nezaměstnanost (součást strukturální).⁸¹

V tomto ohledu má velký význam koncept přirozené míry nezaměstnanosti, ten vychází z předpokladu, že plná zaměstnanost je ekonomicky nestabilní. Pro toto pojetí se používá koncept NAIRU⁸², který vyjadřuje takovou nezaměstnanost, při které se nemění míra inflace. Avšak nalézt tu míru je prakticky komplikované.⁸³

Populace se dělí na ekonomicky aktivní a neaktivní. Ekonomicky aktivní se dělí na zaměstnané (E) a nezaměstnané (U), kteří představují pracovní sílu.⁸⁴ „*Nezaměstnané jsou všechny osoby od 15 do 75 let (...), které nebyly zaměstnány v daném týdnu, aktivně si hledaly práci během posledních čtyř týdnů a byly připraveny začít pracovat ihned nebo do dvou týdnů.*“⁸⁵ Míra nezaměstnanosti je poměr počtu nezaměstnaných na pracovní sílu.⁸⁶ Vyjadřuje ji následující vzorec, kde „u“ je míra nezaměstnanosti.⁸⁷

$$u = U / (U+E)$$

3.1.5 Deficit veřejných financí a dluh

Veřejný dluh⁸⁸ měřený jako % HDP je důležitým ukazatelem vnitřní rovnováhy. Jeho nárůst je zpravidla způsoben deficitním financováním. Vyjadřuje míru zadlužení vládního sektoru, zdravotních pojišťoven, mimorozpočtových fondů a územně samosprávných celků.⁸⁹ Zdrojem financování dluhu můžou být domácí úspory, nebo také naopak zahraniční úspory, což má pak důsledky na vnější nerovnováhu.⁹⁰

Výše a dynamika nárůstu může ovlivnit úrokové sazby a negativně ovlivnit investory. Navíc saldo hospodaření ovlivňuje i vnější stranu ekonomiky. Rozdělení salda vládního sektoru na cyklickou a strukturální složku je důležité pro posouzení vlivu

⁸¹ Spěvák a kol (2016)

⁸² Nonaccelerating inflation rate of unemployment

⁸³ Czesaný (2006)

⁸⁴ Spěvák a kol (2016)

⁸⁵ Eurostat (Unemployment - LFS adjusted series); Unemployed persons are all persons 15 to 74 years of age (16 to 74 years in ES, IT and the UK) who were not employed during the reference week, had actively sought work during the past four weeks and were ready to begin working immediately or within two weeks.

⁸⁶ Eurostat (Unemployment - LFS adjusted series)

⁸⁷ Spěvák a kol (2016)

⁸⁸ Vládní dluh - sektor S13

⁸⁹ Czesaný (2006)

⁹⁰ Slaný (2003)

na ekonomiku, nicméně jednoznačné vypočítání těchto složek je těžko dosažitelné, takže lze dojít k výrazným rozdílům ve výsledcích.⁹¹

3.2 Vnější makroekonomická rovnováha

Pro vnitřní rovnováhu je důležitým ukazatelem hrubá míra investic a hrubá míra úspor. Jejich rozdíl je potom saldo běžného účtu platební bilance v % HDP, který je základním indikátorem vnější rovnováhy.⁹² Rozdíl národních úspor (S) a domácích investic (I) se rovná saldu běžnému účtu (CAB).⁹³

$$CAB = S - I$$

3.2.1 Běžný účet platební bilance

Platební bilance je statistický výkaz zachycující veškeré operace, které proběhly za určitý časový úsek mezi domácí ekonomikou a zahraničím. Hlavními účty jsou běžný účet, kapitálový účet a finanční účet. Bilance musí být vyrovnaná, a proto neúplnosti a nepřesnosti vyvažuje bilanční účet chyby a opomenutí.⁹⁴

Běžný účet se skládá ze salda výkonové bilance (X-M), což představuje rozdíl mezi vývozem a dovozem zboží a služeb. Další položka je bilance prvotních důchodů (NY), která zachycuje saldo výdajů a plateb výnosů z výrobních faktorů práce a kapitálu (investic). A nakonec bilance druhotných důchodů zachycuje běžné transfery mezi rezidenty a nerezidenty.⁹⁵

$$CAB = (X - M) + NY + NCT$$

„Faktory působící na vývoj běžného účtu jsou hlavně měnový kurz a fáze cyklu v domácí a zahraniční ekonomice, a dále i mikroekonomické faktory... Za rizikovou hodnotu deficitu běžného účtu bývá uváděna hranice 5 %, kterou zahraniční investoři vnímají jako hodnotu, která signalizuje problémy s udržitelností finančního krytí makroekonomické nerovnováhy v budoucím období.“⁹⁶

⁹¹ Czesaný (2006)

⁹² Czesaný (2006)

⁹³ Spěváček a kol (2016)

⁹⁴ Spěváček a kol (2016)

⁹⁵ Spěváček a kol (2016)

⁹⁶ Czesaný (2006, str. 32)

3.2.2 Další ukazatele

Ač práce bude sledovat primárně běžný účet a rozebírat vývoj jeho součástí, výčet indikátorů vnější nerovnováhy je širší. Zejména je možné zkoumat položky finančního účtu, který vyrovnává běžný účet, zvláště přímé zahraniční investice. S tím je také spojená investiční pozice země vůči zahraničí. Dalšími indikátory jsou mimo jiné vnější zadluženost všech sektorů v % HDP, poměr krátkodobého dluhu na celkovém a reálný efektivní měnový kurz.⁹⁷

⁹⁷ Czesaný (2006)

4 Estonsko

Tato kapitola se zabývá uvedením do obecných skutečností zkoumané země. Nejdříve jsou v první podkapitole nastíněny charakteristiky země se zřetelem na politické a ekonomické faktory. Druhá podkapitola je věnována historickým souvislostem. Toto uvedení do historie je sice stručné, nicméně vzhledem ke zkoumanému předmětu práce je dle mého názoru relevantní, zvláště pak pokud jde o ustanovení měnové a fiskální politiky v Estonsku a jeho důvodů. Vzhledem k tomu, že makroekonomické hospodářské politice je v dalších částech práce věnována významná pozornost, pak i pro možnosti tvorby závěrů a zhodnocení musí být brán na zřetel historický kontext.

4.1 Charakteristiky země

Estonská republika (Eesti varbariik) je jednou z pobaltských států. Její rozloha činí 45 339 km², což ji činí nejmenší zemí v Pobaltí. V současné době (2018) má zhruba 1 318 715 obyvatel, avšak vzhledem k čisté emigraci a negativnímu přirozenému populačnímu přírůstku se velikost populace dlouhodobě zmenšuje a od počátku devadesátých let výrazně poklesla (z 1 569 000 v roce 1990)⁹⁸. Hlavní město je Tallinn ležící na severním pobřeží. V Estonsku žije ruská menšina, která tvoří významný podíl na populaci (kolem 25 %⁹⁹) a vyskytuje se zejména ve východních regionech a částečně také v hlavním městě.

Estonsko se v roce 1991 po dlouhé době osamostatnilo a zavedlo parlamentní zastupitelskou demokracii. Zákonodárná moc je v rukou parlamentu (Riigikoogu). Má pouze jednu komoru se 101 zástupci, kteří jsou voleni na 4 roky. Estonský parlament schvaluje zákony, jmenuje vysoké představitele a podílí se na volbě prezidenta. V jeho kompetenci je také schvalování mezinárodních smluv a státního rozpočtu. Estonsko je od roku 2004 součástí Evropské unie, Severoatlantické aliance a v roce 2011 vstoupilo do Hospodářské a měnové unie.

Z pohledu ekonomické výkonnosti má Estonsko v rámci pobaltských zemí dlouhodobě nejvyšší HDP na obyvatele. Do nejvýznamnějších hospodářských odvětví patří zemědělství, rybolov a dřevozpracující průmysl. Země má zásoby ropné břidlice,

⁹⁸ Eesti Statistika (Population figure and composition)

⁹⁹ Eesti Statistika (Population figure and composition)

kteřá pomáhá Estonsku být téměř soběstačné ve výrobě energie (skoro 90 %¹⁰⁰). V rámci ekonomiky je významný IT sektor. Veřejný sektor využívá možností rozvinutého e-Governmentu a poskytuje přívětivé podmínky pro podnikání.¹⁰¹ Mezi hlavními obchodními partnery jsou Finsko, Švédsko a Lotyšsko. Ze Skandinávie přichází mnoho zahraničních investic a bankovní sektor se po privatizaci dostal téměř výhradně do rukou skandinávských bank.¹⁰²

4.2 Historický vývoj

V této části bude provedeno shrnutí historického vývoje nejdříve z politického a geopolitického hlediska. Pro splnění cílů je relevantní také pochopit význam blízkých i starších dějin zejména při zkoumání role politických rozhodnutí s výrazným vlivem na hospodářství.

Druhá část se včetně vřledu do hospodářsko-dějinného vývoje zabývá zejména ustanovením měnové politiky při zrodu soudobého estonského státu, její kontext vzniku a charakteristiky. Součástí bude pochopitelně i estonská fiskální politika a přístup při jejím zrodu.

4.2.1 Politika a geopolitika

Moderní Estonsko vzniká až na konci První světové války po rozpadu Ruského impéria. Na nezávislost a sebeuvědomění měl vřliv proces probíhající od poloviny 19. století, který se označuje jako Estonské národní obrození, který nepotlačila ani snaha o rusifikaci. Pro Rusko mělo celé Pobaltí strategický význam jako přístup k nezamrzajícím přístavům a baltskému moři. Během meziválečného období se Estonsko z bezpečnostního hlediska vymezovalo vůči SSSR a hledalo si z tohoto hlediska vhodné spojence, což ukazovalo rozdílné zájmy v Pobaltí (zvláště oproti Litvě orientované na konflikt vůči Polsku a Německu).¹⁰³ Tyto faktory mimo jiné bránily efektivní spolupráci pobaltských států. Sovětský svaz nakonec v rámci možností poskytnutých paktem Molotov-Ribbentrop ukončil období samostatnosti. Estonsko se během války ocitlo v mocenském střetu mezi dvěma velmocemi, a nakonec zůstalo v područí vítězné mocnosti a zůstalo tam do rozpadu SSSR.

¹⁰⁰ Business Info (2016)

¹⁰¹ Business Info (2017)

¹⁰² Business Info (2017)

¹⁰³ Švec a kol. (1996)

Od roku 1986 začal proces výrazných změn, které umožnilo uvolnění poměrů v rámci Perestrojky, a který byl v Pobaltí nejrychlejší v rámci SSSR.¹⁰⁴ Postupný rozpad komunistického režimu nakonec vyústil v referendum a následné vyhlášení nezávislosti 20. srpna 1991, které bylo Sovětským svazem uznáno. Vzápětí se Estonsko přidalo ke Společnosti národů a začalo se postupně začleňovat do mezinárodních struktur. Politická situace v 90. letech byla složitá a konfliktní, ne však násilná a relativně strážlivá v rámci pobaltských států.¹⁰⁵

Estonská zahraniční politika se začala orientovat na Západ a od té doby má významné vztahy se severskými státy. V roce 2004 se uskutečnil vstup do EU i NATO. V případě EU se jednalo o očekávané ekonomické výhody, naproti tomu bezpečnostní záruky motivovaly vstup do NATO. Ruská federace se nicméně proti členství celého Pobaltí do Severoatlantické organizace výrazně vymezovalo.¹⁰⁶ V současné době v souvislosti se zvýšeným rizikem v oblasti bezpečnosti, která je spojená s událostmi na Ukrajině a Krymu, probíhá v Estonsku (i v Pobaltí a Polsku) mise NATO Enhance Forward Presence, která tam umístila mezinárodní bitevní skupinu.¹⁰⁷

4.2.2 Hospodářství a zformování měnové a fiskální politiky

Celé Pobaltí bylo historicky oblastí s významnou zemědělskou výrobou. V období mezi světovými válkami stát výrazně zasahoval do hospodářství i v parlamentním období, což se ještě zvýraznilo během Velké hospodářské krize. Nicméně všechny pobaltské státy těžily z konjunktury poptávky po zemědělských produktech v západní Evropě a zároveň probíhal rozvoj průmyslu (zpracování surovin a zemědělských produktů), avšak pro rozsáhlé investice nebyl dostatek kapitálu.¹⁰⁸ Zahraniční obchod se SSSR nebyl do okupace významný. Během období vlády komunistů přišla změna ve formě kolektivizace, extenzivního rozvoje těžkého průmyslu a centrálního plánování.

Ekonomika pobaltských států byla navázána obchodní výměnou na sovětskou ekonomiku ve velké míře, a proto změna tohoto stavu byla v ekonomické transformaci velký problém. Souvisela s tím i nutná změna orientace a restrukturalizace v rámci

¹⁰⁴ Švec a kol.(1996)

¹⁰⁵ Švec a kol.(1996)

¹⁰⁶ Švec a kol.(1996)

¹⁰⁷ NATO (2018)

¹⁰⁸ Švec a kol.(1996)

sektorů, protože mnohé výrobky přestávaly být v novém stavu konkurenceschopné.¹⁰⁹ Další citelný problém byl prodej energetických surovin z Ruska za světové ceny oproti předešlému stavu, avšak Estonsko mělo v rámci Pobaltí výhodu. S průběhem deregulace po roce 1993 se začala nezaměstnanost výrazně zhoršovat a celkově vedl proces transformace k velkému propadu životní úrovně.¹¹⁰ Nicméně Estonsko bylo v rámci Pobaltí nejzajímavější pro investice, zvláště ze Skandinávie. Zvolena byla nejdohodlanější tržní cesta, kdy neperspektivní podniky nebyly udržovány při životě a proces restitucí a privatizace udržoval rychlé tempo. Dno krize přišlo v polovině roku 1993 a poté začala ekonomika růst, avšak mezi lety 1992-1994 probíhala vážná bankovní krize.¹¹¹

Později se Estonska také dotkla ruská bankovní krize z roku 1998. Kromě dopadu na zaměstnanost v potravinářském a zpracovatelském průmyslu, která přetrvávala do roku 2000, vedla zejména k dalšímu přesunu orientace obchodu na západní partnery (zvláště vývozu potravin).¹¹² Její řešení bylo také spojeno s úspěšnou fiskální konsolidací.¹¹³

Měnová politika

V dobách centrálního plánování byla za správu měny zodpovědná státní banka Gosbank v rámci jednostupňového systému uvnitř SSSR prostřednictvím lokálních poboček. S liberalizací cen a postupujícími decentralizačními procesy na konci 80. let se začal více ukazovat problém inflace (včetně skryté), která skončila měnovou reformou v roce 1991.¹¹⁴ Během transformačních procesů se domácí produkt propadl zhruba o 30 %, avšak zdaleka největší problém byla inflace, která dosáhla kolem 200 % v roce 1991 a dokonce kolem 1000 % v roce 1992.¹¹⁵ Pobaltské státy opustily rublovou zónu v roce 1992, ve které se kvůli chybné měnové politice nezadržitelně zvyšoval objem peněz. Přišla nutnost měnové reformy, která měla zavést novou národní měnu. S odbornou pomocí IMF bylo učiněno rozhodnutí k přijetí měnového výboru, jakožto systému, který měl vrátit stabilitu (zredukovat inflaci) a důvěru. Estonsko v červnu 1992 přijalo tvrdé zavěšení nové estonské koruny na německou marku v poměru 8 EEK: 1 DM. Ustanovení měnového výboru (pod autoritou centrální banky Eesti

¹⁰⁹ Nejvíce zasažena byla odvětví strojírenství a elektrotechniky. Nejméně zasažen byl potravinářský a dřevozpracující průmysl, ale oproti 20. létům nebyl po zemědělských produktech na Západě zájem.

¹¹⁰ Švec a kol.(1996)

¹¹¹ Švec a kol.(1996)

¹¹² Eamets (2003)

¹¹³ Raudla, Kattel (2011)

¹¹⁴ Staehr (2015)

¹¹⁵ Wolf (2015)

Pank) pomohl návrat zahraničních rezerv z předválečného období, protože měnová báze měla být plně kryta rezervami pro zaručení směnitelnosti.¹¹⁶ Inflace se poté postupně dostala roku 1998 do pásma mírné inflace, takže nakonec byly cíle měnové politiky naplněny. Po liberalizaci Estonsko vykázalo z pobaltských států největší relativní zvýšení M2 z 6140,2 na 25926,9 miliónů EEK mezi lety 1993 až 1999.¹¹⁷ V roce 1999 bylo navázání změněno z marky na euro v poměru 15,6466 EEK: 1 EUR, které s miniaturními změnami zůstalo až do konce měnového výboru v Estonsku.¹¹⁸

Fiskální politika

Změna z centrálně plánované ekonomiky na tržní přinesla redukci mnoha státních činností. S procesem liberalizace cen a zahraničního obchodu se to týkalo mnoha umělých zásahů do tvorby ceny. Estonsko mělo výhodu, že jednak nezdědilo část dluhu po SSSR a také došlo k zrušení povinného ročního odvodu do SSSR, což zlepšovalo výchozí pozici vlády během transformace ekonomiky.¹¹⁹ K fiskální politice začalo být přistupováno ideologicky z liberálního hlediska, takže zavedené reformy byly výrazně ve prospěch tržního přístupu a omezení veřejného sektoru. Přísná fiskální politika byla pro Estonsko charakteristická a fiskální reforma v roce 1992 doprovázela reformu měnovou.¹²⁰

Fiskální disciplína vydržela, i přesto, že byla socioekonomická situace v první půlce 90. let složitá a tlačila na uvolnění výdajů vzhledem k propadu agregátní poptávky. V roce 1993 bylo přijato pravidlo vyrovnaného rozpočtu, a i přesto, že se nejednalo o zákon, tak svou roli plnilo v brzdění výdajů z veřejného rozpočtu. Estonsko nevytvořilo domácí trh vládních dluhopisů, což omezilo možnosti financování případných deficitů.¹²¹ Snížení vládních výdajů pomohlo výrazně odbourání dotací. Obecně se v rámci Pobaltí celkové výdaje vůči HDP držely o 10 % níže než v zemích EU15, výše vládního dluhu pod 10 % a země neměla problém s udržováním dlouhodobé rovnováhy vládního rozpočtu.¹²²

¹¹⁶ Wolf (2015)

¹¹⁷ Viksnins (2000)

¹¹⁸ Eesti Pank (Estonian kroon daily fixings - History)

¹¹⁹ Staehr (2016)

¹²⁰ Pautola (1997)

¹²¹ Financování vlády skrze centrální banku bylo také zakázáno s ustanovením měnového výboru a na rozdíl od Litvy a Lotyšska, které toto pravidlo nejdříve neměly.

¹²² Staehr (2016)

Sociální systém ve své podstatě zachoval základní principy zděděné z minulého režimu, nicméně výše dávek byla obecně relativně nízká¹²³, takže v kombinaci s daňovým systémem obsahovala slabý redistribuční efekt.¹²⁴ Základní sazba na sociální pojištění byla stanovena na 20 % a na veřejný zdravotní systém 13 %.

Z hlediska příjmů estonského rozpočtu nastaly problémy vzhledem k propadu výkonnosti ekonomiky, což se pochopitelně promítlo do příjmové stránky. Určité drobné (relativně) decentralizační kroky byly zavedeny už během perestrojky, kdy se jednalo např. na přechod od obrátových daní na daně z příjmu a daně spotřební.¹²⁵ Přístup k fiskální politice po osamostatnění se ubral liberálním směrem i v oblasti příjmů, kdy byly výrazně sníženy celní sazby, které by omezovaly zahraniční obchod. Estonsko jako první v Pobaltí zavedlo relativně jednoduchý systém daní s menším množstvím výjimek, který usnadňoval administrativu. Výraznou úlohu pro příjmy rozpočtu hrálo zavedení daně z přidané hodnoty, která se nejvíce podílela na příjmech rozpočtu. Její sazba se nakonec ustanovila na 18 %.¹²⁶ Dále zavedení spotřební daně na klasické položky pomohlo vyrovnat nízké příjmy z cel. V roce 1994 byla přijata rovná daň z příjmu fyzických a právnických osob ve výši 26 %. I přes různé problémy a běžné snahy vyhýbat se placení daní byly příjmy schopné překonat výdaje po deficitech z let 1992 a 1993, což pomohlo veřejnému dluhu dlouhodobě zůstat na nízké úrovni.¹²⁷

¹²³ Zvláště se jednalo o příspěvky v nezaměstnanosti.

¹²⁴ Staehr (2016)

¹²⁵ Staehr (2016)

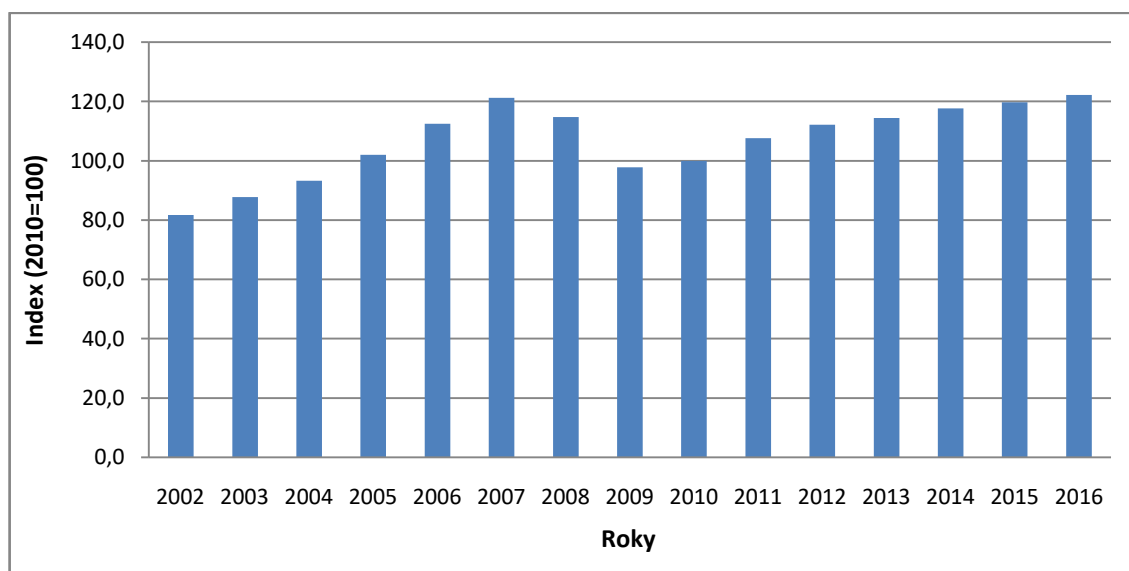
¹²⁶ Pautola (1997)

¹²⁷ Pautola (1997)

5 Analýza makroekonomického vývoje

Tato kapitola obsahuje stěžejní část práce. Pro účel naplnění cíle, tak jak byl popsán v zadání práce a zvýšení tematické přehlednosti je zkoumané období rozděleno do tří dílčích období, kde každé je analyzováno zvlášť. Největší důraz je kladen na období kolem „Velké recese“, které je chronologicky druhé. Analýza je prováděna zpravidla stejným způsobem.

Graf č. 1 Vývoj reálného HDP mezi lety 2002 až 2016



Zdroj: Eurostat (GDP and main components); vlastní zpracování

Jako první období je zvoleno rozmezí let 2002 až 2007. Kolem roku 2002 se definitivně vytratily následky recese způsobené krizí v Rusku a rok 2007 byl posledním rokem, kdy došlo k pozitivnímu meziročnímu přírůstku HDP. V tomto období docházelo k silnému růstu, protože působilo mnoho růstových faktorů. To se promítlo do silné tendence estonské ekonomiky konvergovat k vyspělejšími evropským zemím, zároveň byl tento proces umožněn pozitivním globálním prostředím.

Jako druhé a klíčové je období začínající rokem 2008, kdy se plně začali projevovat následky světové finanční krize a následující recese, která silně zasáhla „západní“ ekonomiky. Estonsko jakožto malá otevřená ekonomika, která závisí na mezinárodním ekonomickém prostředí, se nemohlo vyhnout dopadům na svou ekonomiku. Jako závěr tohoto období je zvolen rok 2011. Okolo tohoto roku se vytratily zbytky vážnějších problémů, což prakticky ukázalo i přijetí eura v tomto roce. Také nominální domácí produkt dosáhl hodnot roku 2007. U reálného tomu tak, jak je vidět v grafu č. 1 nebylo,

nicméně pokud přijmeme hypotézu, že poslední roky před krizí (2007 a 2006) se vyznačovaly přehřátou ekonomikou, pak je vidět, že reálný produkt je v roce 2011 nad úrovní roku 2005.

Poslední období zahrnuje roky 2012 až 2016. Rok 2016 byl zvolen, protože k němu ještě je možné získat více podkladů a dat. Obecně bude analýza podřízena hodnocení kondice ekonomiky vzhledem k recesi a souvisejícím změnám hospodářské politiky.

5.1 Období 2002-2007

Jak již bylo naznačeno tak výše vymezené období lze charakterizovat výrazným růstem nominálního, ale i reálného HDP. Vzhledem k tomu, že krizi běžně předchází konjunktura a v ní je také možno postřehnout určité zárodky, které později v ekonomice pomohly hrát negativní roli, tak z tohoto úhlu pohledu je důležité se zaměřit na předcházející konjunkturální období estonské ekonomiky od jeho začátku až po vrchol. V následujících podkapitolách bude zaměřena pozornost na jednotlivé makroekonomické ukazatele a zasazen kontext makroekonomické hospodářské politiky. Snahou v první části bude potvrdit východisko, že estonská ekonomika se začala neúměrně přehřívat a nalézt příčiny tohoto vývoje a prozkoumat jeho kontext. Obzvláště pak měnové a fiskální politiky.

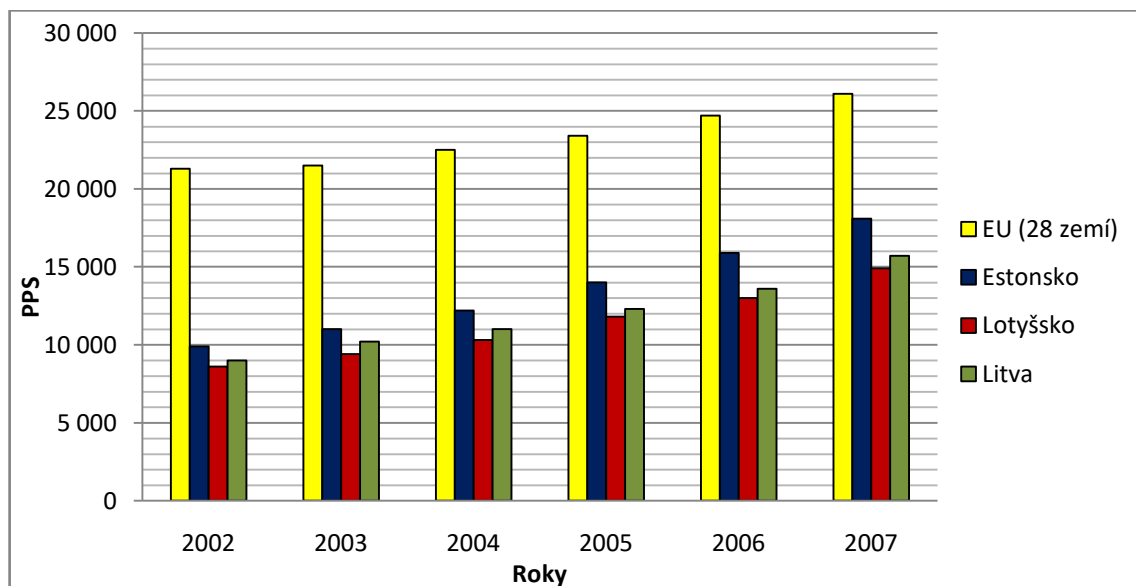
5.1.1 Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu

Hrubý domácí produkt

Nejdříve bude smysluplné provést stručnou charakteristiku v mezinárodním srovnání. Z regionálního a evropského srovnání vyplývá několik zajímavých poznatků. Vzhledem k vyvážení různých faktorů, které z celkového produktu v běžných cenách dělají ukazatel nepříliš vhodný pro interpretaci, je použito v grafu přepočítání na obyvatele a vyjádřeno v umělé jednotce PPS zohledňující kupní sílu. Populační změny a kolísání nominálních cen bylo v daném období v Pobaltí běžné. Všechny tři pobaltské republiky jsou, jak je možno vidět v grafu č. 2, výrazně pod průměrem zemí, které jsou v roce 2018 v EU. Je však možno pozorovat výraznou konvergenci u všech tří zemí, která je nejzřetelnější u Estonska, kde došlo od roku 2002 do 2007 k růstu o 83 %, zatímco u Lotyšska 72 % a Litvy 76 %, zatímco u průměru současné EU pouze o 23 %. Z dat je evidentní, že Estonsko bylo nejsilnější v absolutní pozici mezi pobaltskými zeměmi, ale i rovněž v rámci dynamiky meziročních změn. Celkově lze období

charakterizovat jako expanzi, ale v letech 2005 až 2007 docházelo k největším přírůstkům až k přehřátí ekonomiky, kterému bude věnována pozornost následně.

Graf č. 2 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2002-2007)



Zdroj: Eurostat (GDP per capita in PPS); vlastní zpracování

V následující tabulce je vidět patrný rozdíl mezi růstem produktu v běžných cenách a růstem reálného objemu produktu oproti předchozímu roku. Na první pohled je vidět rostoucí rozdíl mezi oběma ukazateli zejména od roku 2005. Tímto problémem se práce zabývá zvláště v podkapitole věnované cenovému vývoji. Růst okolo 10 % je závratný a dnes obtížně představitelný pro rozvinuté západní země, nicméně v daném období byl dynamický růst v Estonsku běžný.

Tabulka č. 1 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2002-2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nominální	11,43	12,03	11,47	16,01	20,06	20,15
Reálný	6,08	7,42	6,29	9,37	10,27	7,75

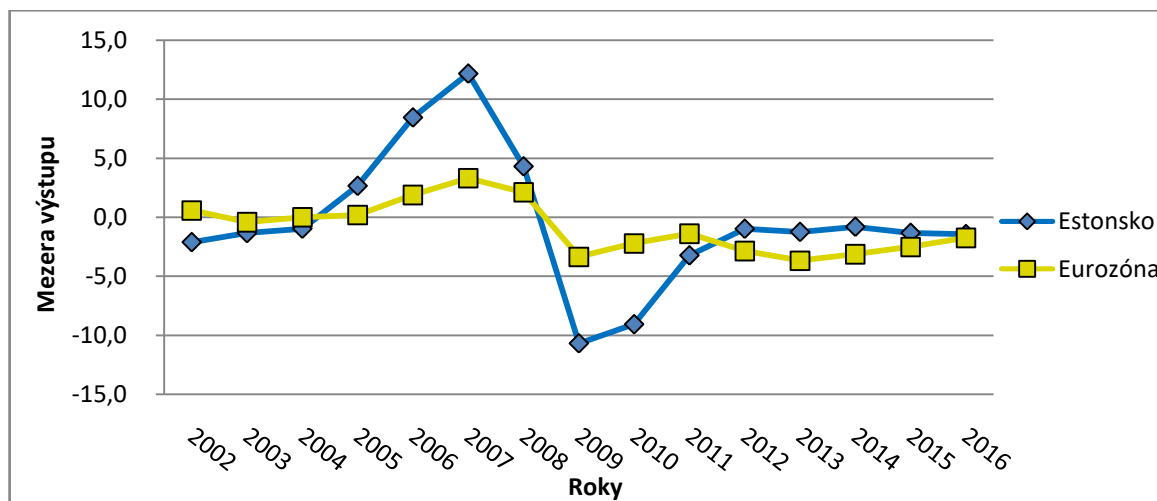
Zdroj: Eurostat (GDP and main components); vlastní výpočty a zpracování

Mezera výstupu

V grafu č. 3 jsou pro zvýšení přehledu zobrazeny hodnoty mezery výstupu za všechna dílčí období. Vzhledem k navázání estonské koruny na euro a silné vazbě estonské ekonomiky na evropské země, jsou zobrazeny také hodnoty pro eurozónu.

Z dat OECD vychází, že mezi lety 2002 až 2004 byla estonská ekonomika mírně pod potenciálem, zatímco země eurozóny víceméně na potenciálu. Nicméně od roku 2005 se produkt začíná výrazně odchylovat od hodnot, které byly vypočítány jako rovnovážné. V roce 2006 se rozdíl v Estonsku dostal 8,4 % a v roce 2007 dokonce na 12,2 % nad potenciální úroveň, což je jednoznačný důkaz přehřátí ekonomiky (v průměru eurozóny to byly pouze 1,9 % a 3,3 %).

Graf č. 3 Mezera výstupu estonské ekonomiky a zemí eurozóny (2002-2016)



Zdroj: OECD (Output Gaps); vlastní zpracování

K tomuto procesu vedlo více faktorů, nicméně obecně lze říct, že se na tom podílel velice rychlý příliv velkého objemu zahraničního kapitálu spojený také s rapidním zadlužováním, které bylo mimo jiné podmíněno pozitivními sentimenty v populaci. Nejvíce se toto promítlo do stavebnictví a trhu s nemovitostmi, jejichž výstup rapidně vzrostl během těchto let.

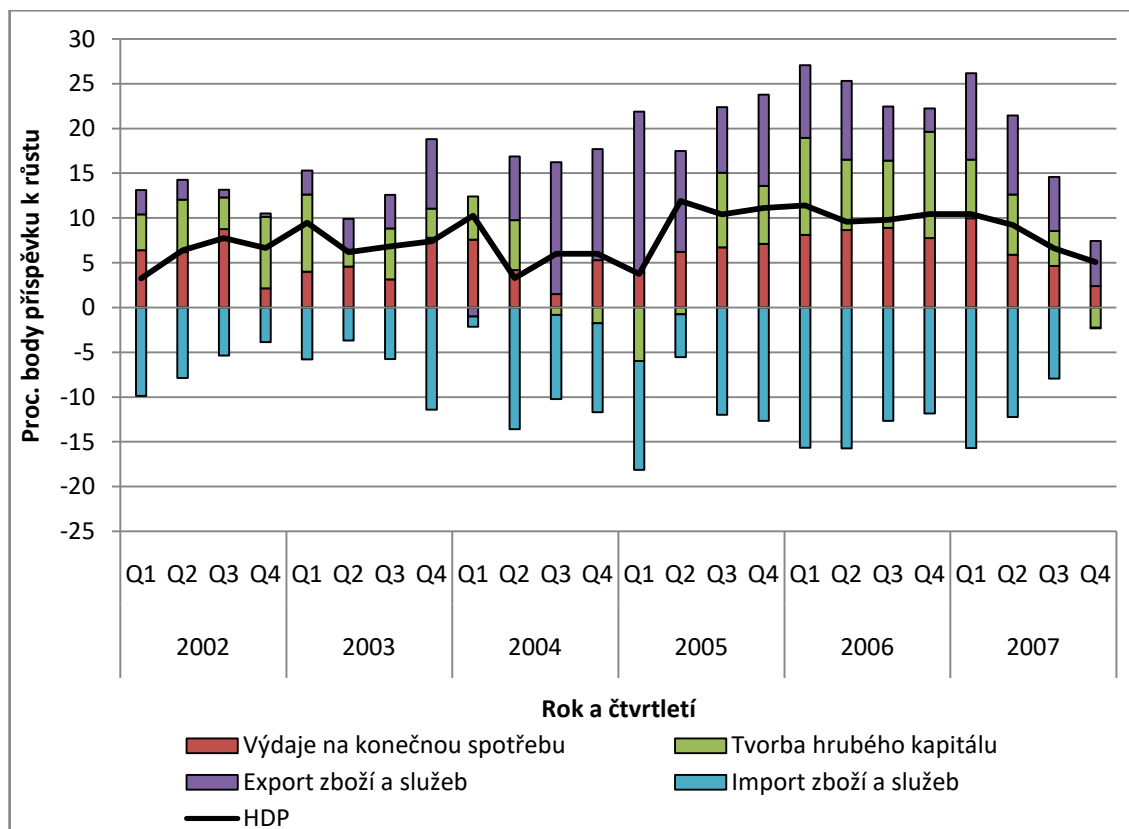
Složky HDP

Poté co byla z obecnějšího úhlu pohledu věnována pozornost HDP a odchylce od potenciálu, bude v této části provedena jeho analýza. K tomu poslouží primárně rozložení růstu na příspěvky jednotlivých složek, které je vidět v grafu č. 4. Zobrazeny jsou čtvrtletní příspěvky v meziročním vyjádření, které udává změnu oproti stejnému období minulého roku, čímž se mimo jiné odfiltrují sezónní vlivy a celkově je užitečnější pro tuto analýzu.

Při pohledu na spotřebu je vidět, že spotřeba stabilně hnala celkový růst po dobu sledovaného období, což kromě růstu reálného disponibilního důchodu estonských

domácností umožňovala také úvěrová expanze. Zatímco vzhledem k HDP se podíl spotřeby relativně snižoval ze 73,8 % na 69,4 % v roce 2007. Podíl spotřeby na HDP byl také nejdříve zhruba o 4 a postupně až o 7 % nižší, než v 28 zemích současné EU.¹²⁸ Zároveň objem spotřebních statků krátké trvanlivosti rostl pomaleji než statků s dlouhodobou trvanlivostí, které mají blíže k investičním aktivům a jejich spotřeba je charakteristická svým procyklickým charakterem.¹²⁹

Graf č. 4 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2002-2007)



Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly); vlastní výpočty a zpracování¹³⁰

Investice do tvorby hrubého fixního kapitálu začaly hrát zásadní roli zejména od třetího čtvrtletí roku 2005 a výrazně přispěly k přehřátí estonské ekonomiky. Jednalo se zejména o labilně zvýšenou aktivitu v oboru stavebnictví, která byla pro zachování dlouhodobé rovnováhy neudržitelná. Poměr investic na HDP byl celkově vysoký. Zatímco v souhrnu zemí současné EU se v tomto období míra držela mezi 22 a 24 %, tak v Estonsku se pohybovala mezi 33 až 35 % mezi lety 2002 a 2005, nakonec se

¹²⁸ Eurostat (GDP and main components)

¹²⁹ Eurostat (Final consumption aggregates by durability)

¹³⁰ V tomto a následujících grafech příspěvků složek k růstu je použit reálný produkt.

vyhoupla až na téměř 40 % v letech 2006 a 2007.¹³¹ Vysoká míra investic je pro rozvíjející se ekonomiku běžnou, stejně jako pro vyspělé ekonomiky je vyšší relativní příklon ke spotřebě, nicméně v této míře se jednalo o krátkodobé přehřátí. Nakonec ve třetím čtvrtletí 2007 je vidět zřetelně snižující se aktivita a v posledním čtvrtletí téhož roku zjevný útlum investic a negativní příspěvek tvorby hrubého kapitálu k růstu.

Velikost vývozu a dovozu má v poměru k HDP v Estonsku výrazně větší váhu, než je tomu v rámci zemí EU běžné. V roce 2004 to bylo 61,5 % oproti 33,8 % k HDP u vývozu a 69,4 % oproti 32,6 % k HDP u dovozu a v ostatních letech se poměr držel zhruba podobně.¹³² Tento fakt dále ilustruje skutečnost, že Estonsko je malá otevřená ekonomika s relativně velmi významnou rolí zahraničního obchodu. Navíc je bilance zahraničního obchodu v Estonsku záporná, což v některých letech dosáhlo až 10 % HDP. Tento rozdíl musel být pochopitelně financován přílivem kapitálu. Z grafu č. 4 je vidět rostoucí podíl růstového faktoru exportu, ale zejména výrazně se zvyšující faktor importu, který míru růstu snižoval.

5.1.2 Cenový vývoj

Sledování a analýza cenové hladiny má v tomto období vzhledem ke své nestabilitě a dynamickým změnám smysl pro další pochopení procesů probíhajících v estonské ekonomice. Primární zaměření je se na běžný cenový vývoj (vyjádřený spotřebitelskými cenami) a všeobecnou cenovou hladinu. Poté je věnována pozornost trhu nemovitostí.

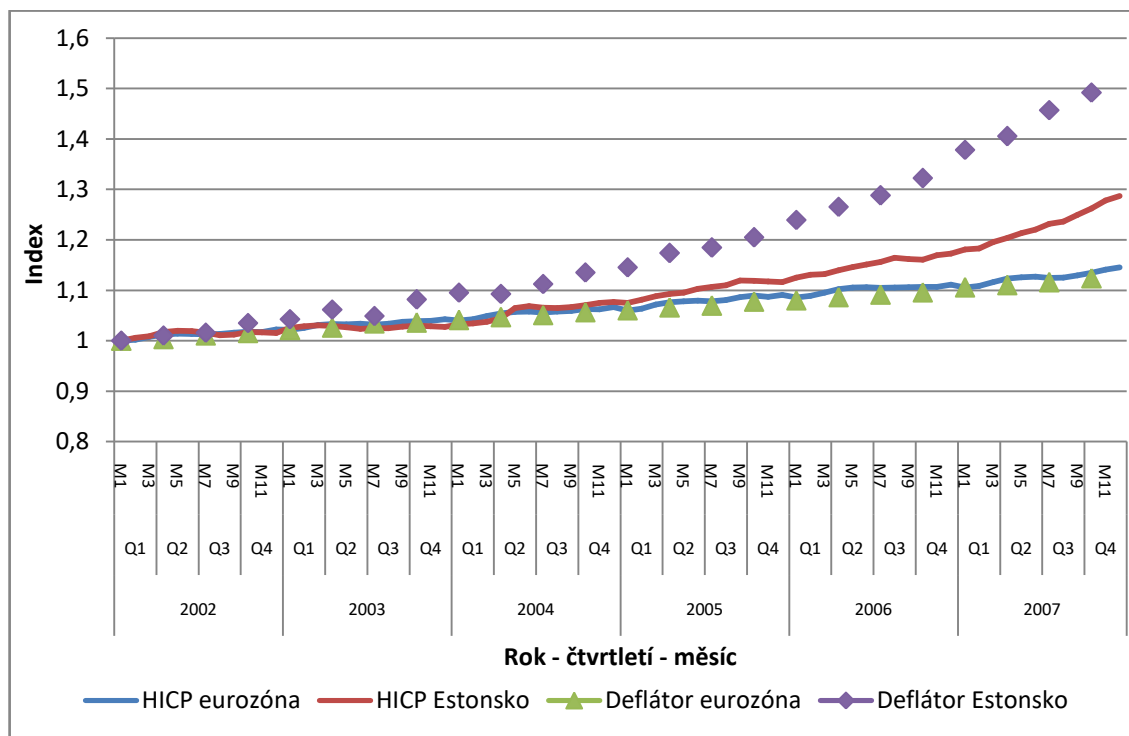
Na grafu č. 5 je vidět vývoj deflátoru HDP a harmonizovaného indexu spotřebitelských cen. Vzhledem k tomu, že v režimu měnového výboru by měla být tendence k dovozu měnové politiky z cílové země, tedy v tomto případě jde o politiku ECB, jsou pro srovnání zvoleny hodnoty eurozóny. V rámci eurozóny se cenová hladina spotřebitelských cen zvýšila o zhruba 14,5 %, zatímco vyjádření růstu cenové hladiny pomocí deflátoru zhruba o 12,5 % v průběhu daného období. Naproti tomu v Estonsku se spotřebitelské ceny (do konce roku 2007 vztažené k začátku 2002) zvýšily o téměř 29 %, přičemž růst se pomalu začal zvyšovat během roku 2005 a plně rozběhl v letech 2006 a zvláště 2007, v kterém došlo k přírůstku cenové hladiny o 10 procentních bodů při průměrné roční inflaci 6,7 %. Pokud se na vývoj cenové hladiny koukneme pomocí deflátoru, tak z dat vychází posun o téměř 50 % oproti roku 2002, což ukazuje

¹³¹ Eurostat (GDP and main components)

¹³² Eurostat (GDP and main components)

„ustřelení“ nominálního HDP a znamená, že mnoho cen v ekonomice rostlo mnohem více než běžné spotřebitelské statky. V letech 2006 a 2007 to činilo většinu, tedy zhruba 30 procentních bodů.

Graf č. 5 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2002-2007)



Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly; HICP monthly); vlastní zpracování¹³³

Při analýze vývoje indexu cenové hladiny pomocí klasifikace individuální spotřeby je možné ukázat, jakým směrem ho ovlivňovaly jednotlivé složky.¹³⁴ Jednoznačně opačný trend je v případě vývoje cen kategorie „komunikace“, což vzhledem k technologickému růstu v tomto odvětví nepřekvapuje. Vybavení domácností, rekreace, kultura a oblečení sledovaly v tomto období růstový trend nicméně pod mírou celkové inflace. Ceny jídla a nápojů, vzdělání, pohostinství, a nezařazených statků rostly zhruba na úrovni celkového trendu. Ceny tabáku kvůli růstu zdanění zvyšovaly celkové ceny mnohem výrazněji, ale alkohol naopak rostl velmi mírně. U „transportu“ klesaly ceny pořízení dopravních prostředků, ale rostly ceny provozu a dopravních služeb. Celkově se „transport“ víceméně držel průměrného trendu. Výrazně nad průměrem však narostly ceny pro „zdraví“, domácnost a energií. Nejvýrazněji se na tom

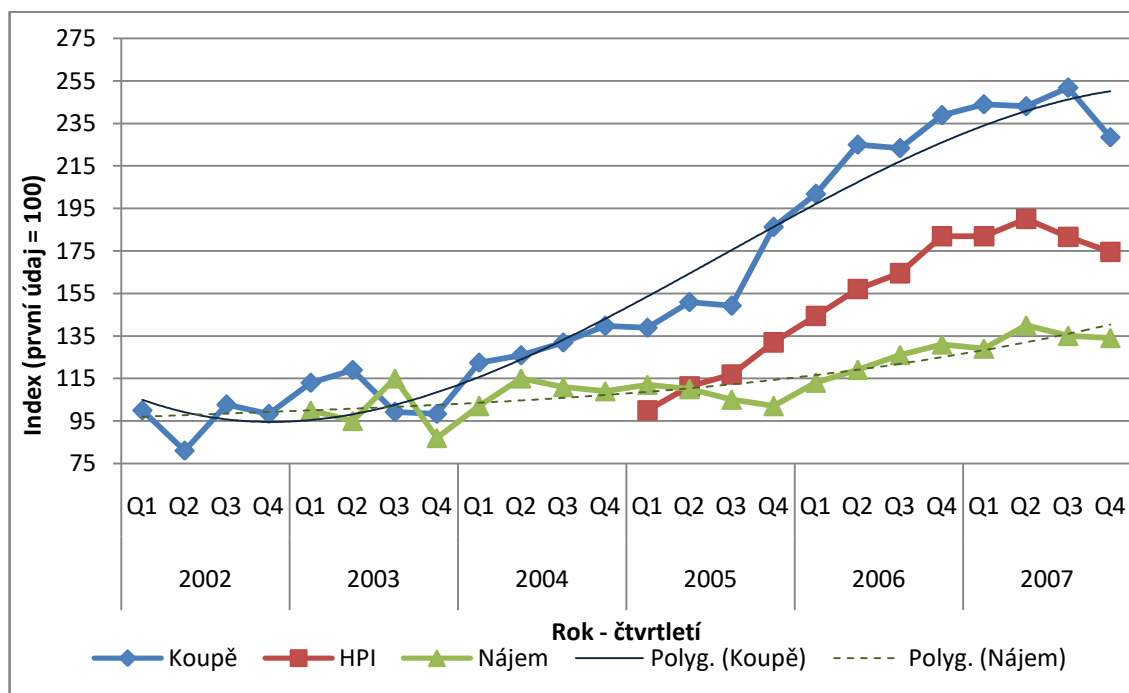
¹³³ Členové eurozóny k příslušnému roku, čili v tomto období téměř stabilní obsazení. Data pro HICP jsou měsíční a pro deflátor čtvrtletní.

¹³⁴ Eurostat (HICP – monthly)

podílely v letech 2006 a 2007 ceny nájmu a postupný růst cen služeb zdravotních specialistů.

Přehřátí bylo nejvážnější na trhu nemovitostí a ve stavebnictví. Pro ilustraci jsou v grafu č. 6 vidět trendy cen. Bohužel pro index House Price Index jsou dostupná data pouze od roku 2005. Nicméně z dat estonského statistického úřadu je na příkladu u dvoupokojových bytů v Talinnu na průměrné ceně za 1 m² prodeje/koupe a od roku 2003 také nájmu vidět více. Odchylna od spotřebitelských cen vyjádřených reálným HPI je přesto evidentní a cena prodeje jde strmě nahoru mezi třetím a čtvrtým kvartálem roku 2005. Naopak koncem roku 2007 je ve všech případech vidět propad. Ceny nájmu nemůžou růst tak zásadně, takže jejich vývoj se držel spíše vyrovnaněji s inflačními tlaky v ekonomice. Jedna z mnohých studií¹³⁵ zabývající se problematikou cen na trhu nemovitostí v jednom ze svých modelů ukazuje, že ceny byly nejdříve pod rovnovážným trendem, ale po polovině roku 2005 přešly do přecenění, jehož vrchol byl v druhé polovině roku 2006 v rozmezí 110-120 % rovnovážné ceny.¹³⁶

Graf č. 6 Reálný HPI, průměrná cena za 1m² v Talinnu (2002-2007)



Zdroj: Eurostat (HPI deflated); Eesti Statistika (Transactions in real estate); vlastní výpočty a zpracování¹³⁷

¹³⁵ Kalikauskas (2016)

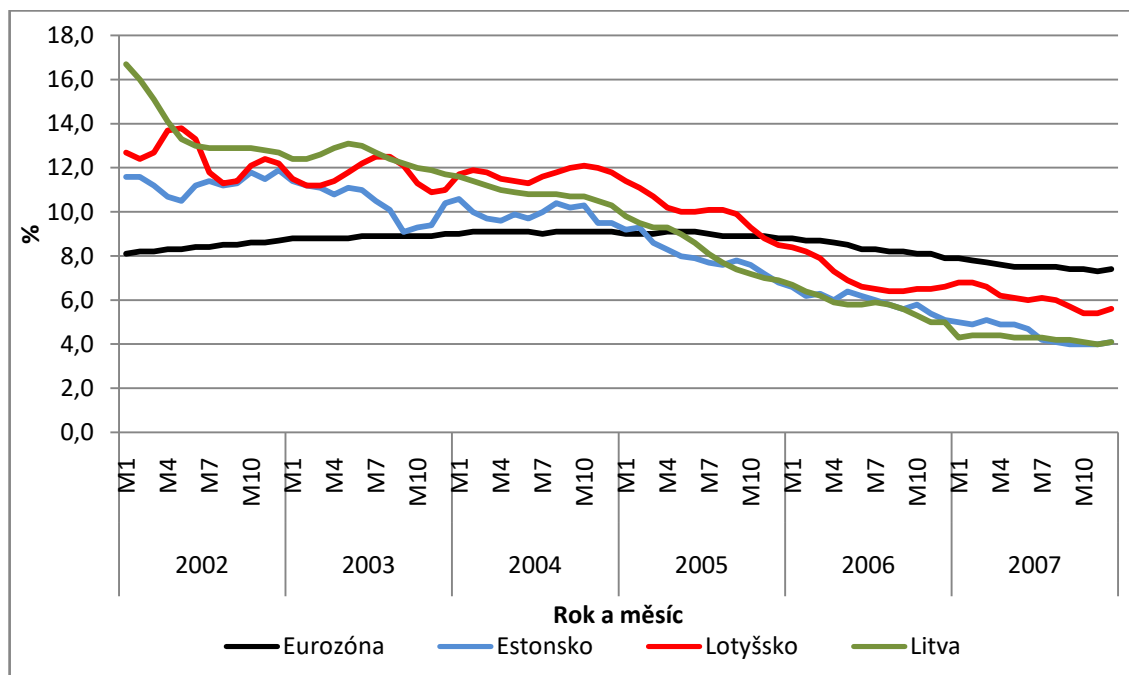
¹³⁶ Dle vyšších odhadů zhruba 118 %

¹³⁷ Reálný HPI, HPI deflated – upravený deflátozem spotřeby

5.1.3 Nezaměstnanost

Další z ukazatelů sledující vnitřní makroekonomickou rovnováhu je míra nezaměstnanosti, která se v průběhu sledovaného období konstantně snižovala. Trh práce v Estonsku měl už od 90. let vyšší míru mobility na evropský standard, což pomáhalo obecně nižší míře nezaměstnanosti.¹³⁸ To se týká i mobility přeshraniční, která je obecně typická pro pobaltské státy.

Graf č. 7 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2002-2007)



Zdroj: Eurostat (*Unemployment – monthly average*); vlastní zpracování

Nezaměstnanost se ze zhruba 11 % v roce 2002 dostala na 9,2 % začátkem roku 2005 a následně během dalších let dále klesala až k 4 %. Oproti průměru eurozóny se tak dostala na mnohem nižší úroveň. Jak už bylo řečeno dalším faktorem, který odčerpával nabídku pracovníků, byla pracovní migrace. V případě Estonska se jednalo převážně o Finsko, které z mnoha pozitivních faktorů jako blízkost geografická i jazyková nabízelo nejlepší příležitost.¹³⁹ To bude hlavně hrát úlohu v období krize pro poskytnutí úlevy trhu práce. Prostředí konjunktury a vysoké inflace bylo pochopitelně spojeno s rychlým nárůstem nominálních mezd, ale také reálných tedy mzdových nákladů.

¹³⁸ Furuoka (2015)

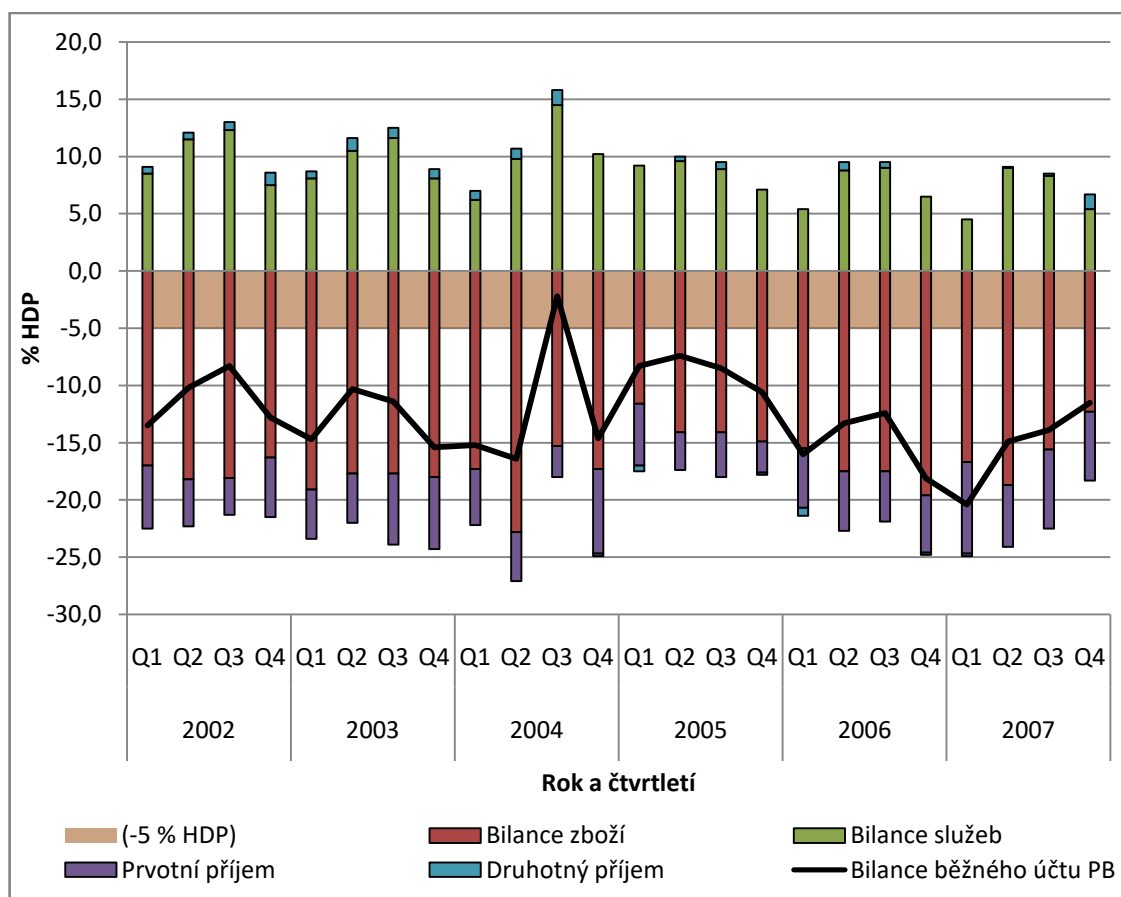
¹³⁹ Anniste (2017)

Mezi jednotlivými regiony byly výrazné rozdíly, což se ještě zvýraznilo v tomto období. Souvisí to i s rozdílem v nezaměstnanosti na základě etnického původu, která je u etnických Estonců nižší. Do začátku roku 2008 se nezaměstnanost dostala na velmi nízké hodnoty, a to jak krátkodobá, tak i dlouhodobá.¹⁴⁰

5.1.4 Běžný účet platební bilance

Charakteristickým znakem zkoumaného období byl také dlouhodobý výrazný schodek běžného účtu platební bilance. Tyto schodky po celou dobu v ročním vyjádření přesahovaly 5 % HDP, což je hranice, která je považována investory za dlouhodobě nestabilní a riskantní.¹⁴¹ Schodek dosáhl v prvním čtvrtletí roku 2007 dokonce 20 %. V celém období docházelo k vysokému deficitu čistého exportu zboží a služeb.¹⁴²

Graf č. 8 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2002–2007)



Zdroj: Eurostat (Main balance of payments); vlastní zpracování

¹⁴⁰ Marksoo (2011)

¹⁴¹ Czesaný (2006)

¹⁴² Vysoký deficit čistého exportu zboží byl snižován aktivním saldem exportu služeb.

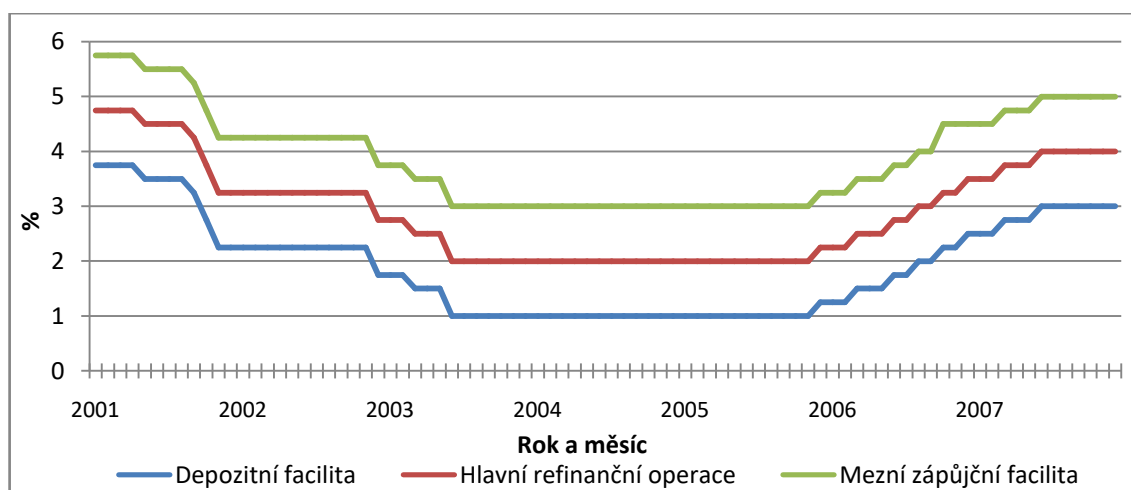
Rostoucí problémy deficitu běžného účtu lze spojit se zhoršujícími se směnnými relacemi. Zahraniční kapitál financoval neuspokojenou domácí poptávku v Estonsku skrze úvěry denominovanými z převažující části v zahraniční měně.¹⁴³ Toto bylo podpořeno nízkými úrokovými sazbami nastavenými podle EURIBORu¹⁴⁴ pod přirozenou úrovní v zemi. Růst spotřeby zvýšil mzdy v neobchodovatelném sektoru, z toho se přelil do obchodovatelného a tam zvyšoval mzdové náklady a tím snižoval konkurenceschopnost. Souvisejícím jevem byl ohromný nárůst vnějšího zadlužení, jehož úroveň se stabilizovala až v roce 2009.¹⁴⁵

5.1.5 Nastavení měnové a fiskální politiky

Měnová politika

Měnový výbor fungoval po tu dobu jako kurzový režim pro měnovou politiku v Estonsku. V jeho rámci při udržování pevného směnného kurzu oproti euru byly možnosti prováděných politik omezené a do značné míry utvářené politikou ECB. Pro roky 2002, 2003 a částečně 2004 byl tento režim stěžejní a od 28. června 2004¹⁴⁶, kdy Estonsko vstoupilo do mechanismu ERM II¹⁴⁷, došlo k dalšímu prohloubení vztahu k měnové unii. To však nepřineslo zásadní změny, protože režim měnového výboru umožňoval relativně hladký přechod na ERM II.

Graf č. 9 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2001-2007)



Zdroj: European Central Bank (Key interest rates)

¹⁴³ Většina byla v eurech.

¹⁴⁴ Euro Interbank Offered Rate

¹⁴⁵ Kutasi (2014)

¹⁴⁶ Eesti Pank (2005)

¹⁴⁷ Směnný poměr zůstal stejný tj. 1 EUR = EEK 15,6466.

Uvolňování měnové politiky spojené se snižováním úrokových sazeb od roku 2001 ovlivňovalo tržní úrokové míry. To se do značné míry podílelo na expanzi úvěrů (často denominovaných v euru), která začala akcelarovat. Tento stav již v roce 2002 upoutal pozornost estonských centrálních bankéřů, kteří o rizicích veřejně informovali a dělali tak se zvýšenou intenzitou do konce období, když už problém byl zjevný.¹⁴⁸ V roce 2006 začaly vstupovat v platnost opatření, z nichž nejvýraznější bylo zvýšení poměru povinných minimálních rezerv ze 13 % na 15%.¹⁴⁹ Jak je vidět v grafu č. 9, úrokové sazby zůstaly dlouho na nízké úrovni a začaly růst koncem roku 2005, když už i v eurozóně docházelo k expanzi. Estonsku se dařilo plnit většinu kritérií ERM II, nicméně vysoká míra inflace v přehřívající se ekonomice neumožnila zemi přijmout euro a zůstalo to tak až do příchodu krize.

Měnová politika, kterou prováděla Eesti Pank neumožňovala výrazně reagovat na hospodářský cyklus. Hlavními nástroji zůstávaly povinné minimální rezervy a stálá facilitata odkupu a prodeje cizích měn.¹⁵⁰ I přesto, že Eesti Pank měla jako cíl cenovou stabilitu, vzhledem ke zvoleným režimům měnové a kurzové politiky se vzdala nástrojů ji prosazovat, což bylo zřejmé zejména v letech 2006 a 2007. Imperativem Eesti Pank v tomto období bylo jednak udržování měnového výboru, ale hlavně stát se plnohodnotným členem Hospodářské a měnové unie (čili vstoupit do měnové unie).¹⁵¹

Fiskální politika

Historicky byla estonská fiskální politika ovlivňovaná rolí centrální banky v rámci měnového výboru, a tak to také zůstalo mezi lety 2002-2007. Za zmínku stojí dvě skutečnosti. Vzhledem k rigiditě monetární politiky byl jediný výrazný prostor k akci umožněn prostřednictvím fiskální politiky. Bylo historicky zažité pravidlo vyrovnaného rozpočtu a v očekávání přirozeného dlouhodobého růstu nebyly silné tlaky k restrikcí.

V současné době není u rozvinutých ekonomik běžné tak nízké zadlužení jako v Estonsku, které navíc díky rostoucí míře přebytků ve sledovaném období vedlo ke snižování podílu zadlužení na HDP. V tomto ohledu nebyl v Estonsku žádný problém s maastrichtskými kritérii po vstupu do ERM II.

¹⁴⁸ Eesti Pank (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008)

¹⁴⁹ Eesti Pank (2007)

¹⁵⁰ Eesti Pank (2008)

¹⁵¹ Eesti Pank (2004)

Tabulka č. 2 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2002-2007)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Veřejný dluh	Eurozóna	67,1	68,3	68,7	69,5	67,6	65,3
	Estonsko	5,7	5,6	5,1	4,5	4,4	3,7
Deficit / přebytek	Eurozóna	-2,7	-3,2	-3,0	-2,6	-1,5	-0,7
	Estonsko	0,4	1,8	2,4	1,1	2,9	2,7

Zdroj: Eurostat (Government deficit / surplus, debt and associated data); vlastní zpracování

Tvorbu přebytků umožňoval hospodářský růst, který přinášel vyšší daňové výnosy do veřejných rozpočtů už od roku 2002.¹⁵² V Estonsku se zažilo pravidlo tvorby každoročně vyrovnaného rozpočtu a přebytky tak vznikaly spíše v důsledku průběžného podcenění příjmové stránky.¹⁵³ V roce 2006 se potvrdila shoda veřejných představitelů pro konzervativní politiku tvorby přebytků, což bylo potvrzení spolupráce tvůrců měnové a fiskální politiky ve snahách o udržení ekonomické stability.¹⁵⁴ Znamenalo to snahu vytvořit cyklicky vyrovnaný rozpočet, což v dané situaci znamenalo přebytek.

Změny v rámci příjmové stránky rozpočtu směřovaly ke snižování daňové zátěže, což mělo v daném období z principu procyklický efekt. Do roku 2004 byla daň z příjmu fyzických osob 26%, přičemž se postupně snížila na 22 % v roce 2007 a k tomu se zvyšovala hranice osvobozená od zdanění.¹⁵⁵ Stejnou mírou klesala i daň z příjmu právnických osob. Příspěvek na politiku nezaměstnanosti (0,9 %), sociální daň (33 %) a DPH (18 % a snižená 5 % a 0%) se v těchto letech neměnily.¹⁵⁶ Daňová kvóta se držela mezi 30 % až 31 % HDP.¹⁵⁷

V rámci výdajové stránky fiskální politiky EU je třeba zmínit také roli fondů, jejichž příliv do ekonomiky měl v tomto období jednoznačně procyklický efekt ve výdajové stránce. Navíc v prostředí dostatku příjmů nebyl obecně politický tlak na snižování výdajů, který by sloužil jako fiskálně restriktivní opatření.

5.1.6 Dílčí vyhodnocení období 2002-2007

Důvody přijetí měnového výboru byly ekonomické. Jeho zachování bylo spíše politické rozhodnutí. V 90. letech jeho smysl v jednoznačné ekonomické stabilizaci

¹⁵² Eesti Pank (2003)

¹⁵³ Eesti Pank (2004, 2005, 2006, 2007, 2008)

¹⁵⁴ Eesti Pank (2007)

¹⁵⁵ Tax and customs board of Estonia (2018)

¹⁵⁶ Tax and customs board of Estonia (2018)

¹⁵⁷ Rahandusministerium (2017)

rozhodně smysl dával. I přesto, že experimentálně nelze provést srovnání s alternativním scénářem, lze vidět dle autora práce jeho účel přinejmenším v tendenci k fiskální disciplíně a vytváření relativní stability až do roku 2004. Přijetí eura je politické rozhodnutí, za kterým stojí ekonomické argumenty a politické. Vzhledem ke komplikované historii a dlouhodobé bezpečnostní situaci je pochopitelná vůle estonských představitelů se všemi možnými způsoby vázat na EU a Západ. Politické (geopolitické) argumenty jsou tedy jednoznačné, nicméně u ekonomických argumentů to vůbec není jednostranné.

Měnová politika zvláště po vstupu do ERM II byla podřízena politickému rozhodnutí. Ukázalo se, že politika ECB byla pro potřeby Estonska v tomto období nevhodná a z výzkumu vyplývá, že značně pomohla k přehřátí estonské ekonomiky. To v důsledku i zpětně znemožnilo dosáhnout politického cíle v podobě přijetí eura. Stav svázaný s ohromným deficitem běžného účtu mohl začít ekonomické úvahy o uvolnění měnového kurzu, který by mohl přispívat automatické stabilizaci vnější rovnováhy. V letech 2006 a 2007 už bylo však pozdě. Politické rozhodnutí bylo podle autora práce nekriticky zaměřené na vstup do měnové unie.

Přístup fiskální politiky lze relativně pochválit za zodpovědnost, která je obzvlášť výjimečná v evropském kontextu. Na druhou stranu však kvůli pozici měnové politiky byl veškerý manévrovací prostor na bedrech fiskální politiky. Ta se i přes pozdní snahy nedokázala plně přizpůsobit stavu, který si vyžadovala pozice v rámci cyklu, a naopak měla i spíše procyklický charakter. Obecně tedy o politice fiskální i monetární lze z pohledu zadání práce říci, že v období „boomu“ se z velké části nepřizpůsobovaly ekonomické situaci, což znamená, že ač nedocházelo ke „keynesiánskému intervencionismu“, samotné nastavení a jeho změny nebyly vůči cyklu v žádném případě neutrální.

Pro zhodnocení úspěšnosti hospodářských politik a identifikaci silných a slabých stránek estonského hospodářství je také použit magický čtyřúhelník, který je v příloze práce.¹⁵⁸ Jako silný aspekt se jednoznačně nabízí hospodářský růst, který i přes všechna „ale“ vykazuje silný prostor pro hospodářskou konvergenci a její postupné vyplňování. Pro hospodářský růst sám o sobě zejména z krátkodobého hlediska byla nastavení hospodářských politik úspěšná. Mezi silné stránky lze také jednoznačně zařadit velice

¹⁵⁸ Je provedeno srovnání s optimálním čtyřúhelníkem a graficky navzájem mezi jednotlivými roky.

nízký státní dluh a tvorbu přebytkových rozpočtů. Spotřebitelská inflace, ač nebyla zrovna nízká, tak se zejména v kontextu silného růstu držela na přijatelné úrovni, v tomto ohledu tedy nebyla hospodářská politika neúspěšná.

Ceny v sektoru nemovitostí byly hodně nad dlouhodobě rovnovážnou cenou, což představovalo negativní jev vyplývající z procesů v ekonomice. I přes relativní pružnost trhu práce a dobrým možnostem omezování převisu nabídky pomocí práce v zahraničí zůstávala v letech 2002-2004 relativně vysoká. Nízké úrovň dosáhla až ve stavu přehřáté ekonomiky, takže hospodářská nebyla ve snižování nezaměstnanosti zcela úspěšná. Největší slabinou pro estonskou ekonomiku zůstala obrovská závislost na vnějším financování, které se projevilo na vysokých deficitech běžného účtu. Tento stav navíc podkopával exportní konkurenceschopnost ekonomiky. V tomto ohledu hospodářská politika selhávala, zvláště s přihlédnutím ke skutečnosti, že malá otevřená ekonomika je velmi náchylná na vnější faktory. Nastavení měnové a fiskální politiky problém prohlubovalo, což v krátkém horizontu v kontextu expanze není bezprostředně problematické, nicméně v dlouhém pohledu vytváří horší předpoklady v období recese.

Z provedeného srovnání za pomoci magického čtyřúhelníku, které je vyjádřeno graficky i číselně, vyplývá, že v letech 2002-2003 byla hospodářská politika relativně stejně úspěšná. V roce 2005 byla však úspěšnější než v dalších dvou letech, protože se také pozice v cyklu blížila odhadovanému potenciálu, nicméně v každém roce byla pod úrovní optimálního magického čtyřúhelníku.

5.2 Období 2008-2011

Po expanzi přirozeně přichází kontrakce. V roce 2008 se však jednalo o výjimečný stav, kdy finanční krize odstartovala recesi v rozvinutých ekonomikách. Estonsko vzhledem ke své závislosti na mezinárodním prostředí bylo zasaženo plnou silou. V této části je cílem provést analýzu dopadů na estonské hospodářství a prozkoumat jaká opatření tvůrci hospodářských politik vzhledem k vzniklé situaci zavedli včetně hlubšího kontextu.

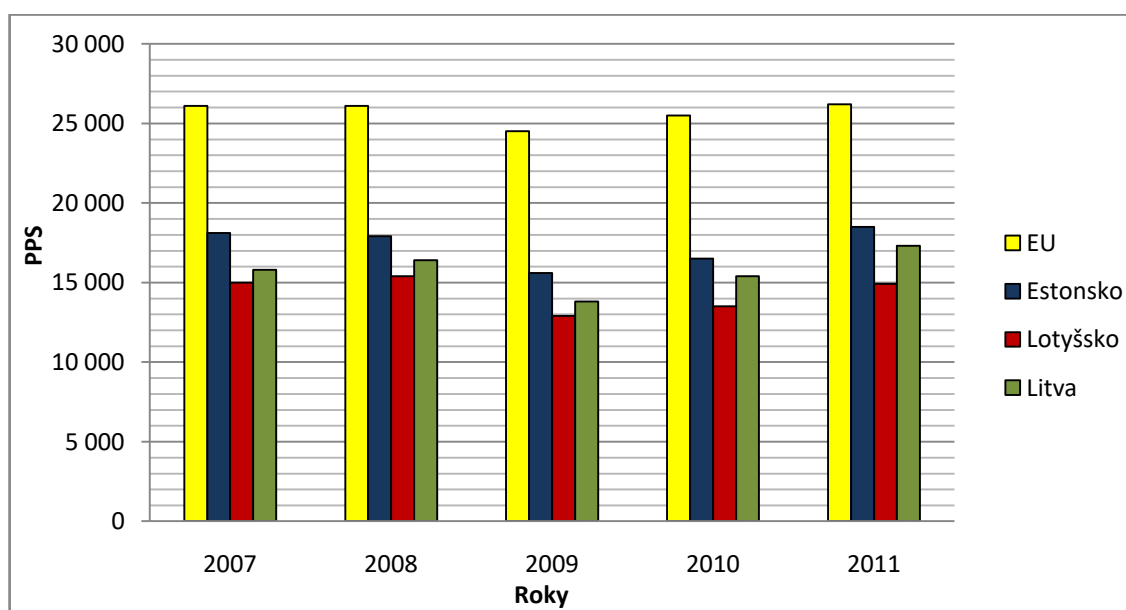
5.2.1 Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu

Hrubý domácí produkt

Se začátkem „Velké recese“ došlo postupně propadu ekonomické aktivity napříč zeměmi Evropské unie. Kontrakce byla zahájena zhruba koncem roku 2008 a plně se recese projevila během roku 2009, po jehož skončení se nakonec dosáhlo dna.

Celé Pobaltí bylo zasaženo velmi vážně, přičemž nejvážněji se situace vyvinula v Lotyšsku, které potřebovalo také zásadní mezinárodní pomoc. Naproti tomu Estonsko, které lze oprávněně považovat za premianta v rámci Pobaltí se s vzniklou situací vypořádalo nejlépe. Přesto je však třeba zmínit podstatný fakt. V rámci ekonomického cyklu začal v Estonsku probíhat útlum, ještě před nástupem mezinárodní recese. Lokální recese začala propukat v Estonsku ve čtvrtém kvartálu roku 2007. Její projev je vidět jednak v grafu č. 10, kde je patrný pokles v roce 2008 oproti roku 2007 produktu per capita vyjádřeného v PPS. Nominálně produkt stále trochu meziročně rostl, avšak v reálném vyjádření došlo k propadu přes 5 %, což je zaznamenáno v tabulce č. 3.

Graf č. 10 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2007-2011)



Zdroj: Eurostat (GDP per capita in PPS); vlastní zpracování

K zásadní kontrakci pak dochází v průběhu roku 2009, kdy produkt v nominálním i reálném vyjádření prodělává ohromný propad kolem 14,5 %. V roce 2010 se ekonomika odrazila od dna skromným růstem 2,26 %. Po předchozím propadu to však nebyl problém a na úroveň produktu roku 2007 se ekonomika dostala až v roce 2011, nicméně

pouze nominálně. V reálném vyjádření ho překročila až v roce 2016, čemuž nepomohl ani pokles populace. Celkově s rokem 2011 došlo k odeznění alespoň explicitních projevů proběhnuvší vážné recese.

Tabulka č. 3 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2008-2011)

	2008	2009	2010	2011
Nominální	1,67	-14,36	4,03	13,26
Reálný	-5,42	-14,72	2,26	7,60

Zdroj: Eurostat (GDP and main components); vlastní výpočty a zpracování

Mezera výstupu

Tak jako v roce 2007 byla ekonomika silně vychýlena z rovnováhy v pozitivním směru, tak v roce 2010 mělo společným působením více faktorů dojít k pravému opaku. V grafu č. 3 bylo možno sledovat vývoj produkční mezery v Estonsku během celého zkoumaného období a získat přehled. V tabulce č. 4 je možné vidět srovnání s relevantními státy, eurozónou a Estonskem v recesních letech.

Tabulka č. 4 Mezery výstupu Estonska a vybraných útvarů v % HDP (2007-2011)

	2007	2008	2009	2010	2011
Estonsko	12,0	4,2	-10,7	-9,1	-3,3
Eurozóna	3,4	2,2	-3,3	-2,1	-1,4
Finsko	6,2	5,2	-4,6	-2,3	-0,3
Lotyšsko	14,5	7,6	-8,2	-10,5	-4,8
Švédsko	4,4	1,4	-5,4	-1,6	-0,7

Zdroj: OECD (Output Gaps); vlastní zpracování

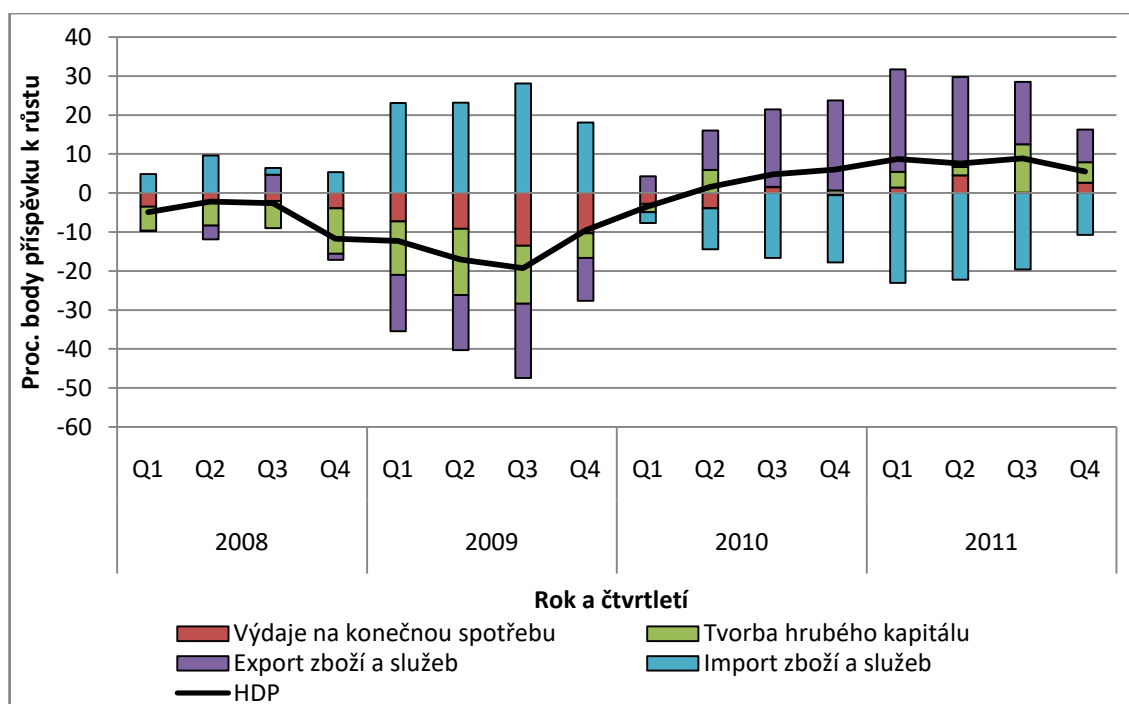
Míra odchýlení reálného produktu od potenciálu byla v roce 2007 v Estonsku a Lotyšsku značná. Oproti Lotyšsku, jehož problémy byly vážné, je vidět příchod útlumu dříve i podle mezery výstupu. Obecně lze vidět, že v roce 2009 došlo k propadu pod potenciál v nejhlubší míře ve všech zemích kromě Lotyšska. Nicméně nikde jinde než v Lotyšsku a Estonsku nepřesahovala odchylka 10 % ať pozitivně, či negativně.

Složky HDP

Lokální útlum, který předcházal dopadům globální recese, začal koncem roku 2007. V prvních třech čtvrtletích roku 2008 se začal zvyšovat meziroční propad v investicích a stejně tak pokles importu poprvé meziročně působil pozitivně pro růst. Výdaje na spotřebu začaly meziročně prohlubovat propad ve třetím kvartálu roku 2008. Od

čtvrtého kvartálu roku 2008 se dále v důsledku začínající globální recese snižovala ekonomická aktivita. Takto to trvalo do druhého čtvrtletí 2010, kdy se ekonomika odrazila ode dna. Hlavním faktorem byl razantní propad ve tvorbě hrubého kapitálu, který se z téměř 40 % HDP dostal na 20 %¹⁵⁹, což odpovídalo průměru EU i eurozóny. Propad objemu spotřeby je v recesi běžný a v Estonsku k němu docházelo, nicméně její podíl na HDP se zvyšoval, stále však zůstal pod průměrem EU i eurozóny.¹⁶⁰ I když vliv exportu a importu otočil svou roli oproti předešlému období, stále obecně export zůstával procyklický a import proticyklický. V důsledku recese u obchodních partnerů klesal export a tím posiloval propad HDP. Pokles importu, který dosáhl nejnižší hodnoty ve třetím čtvrtletí 2009, snižoval míru propadu celkového produktu.

Graf č. 11 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2008-2011)



Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly); vlastní výpočty a zpracování

Po odražení ode dna se stal hlavním faktorem růstu export díky zlepšení konkurenceschopnosti, která dosti utrpěla v letech vrcholící konjunktury. Relativní obnova růstu po propadu takového rozsahu je přirozená. Je možné vidět, že investice se na něm podílely velice slabě. Přebujelost investiční činnosti už v období po recesi nešla vrátit a poměr tvorby hrubého kapitálu tak roce 2011 byl na 25 %.¹⁶¹ V tomto byl velký

¹⁵⁹ Eurostat (GDP and main components)

¹⁶⁰ Eurostat (GDP and main components)

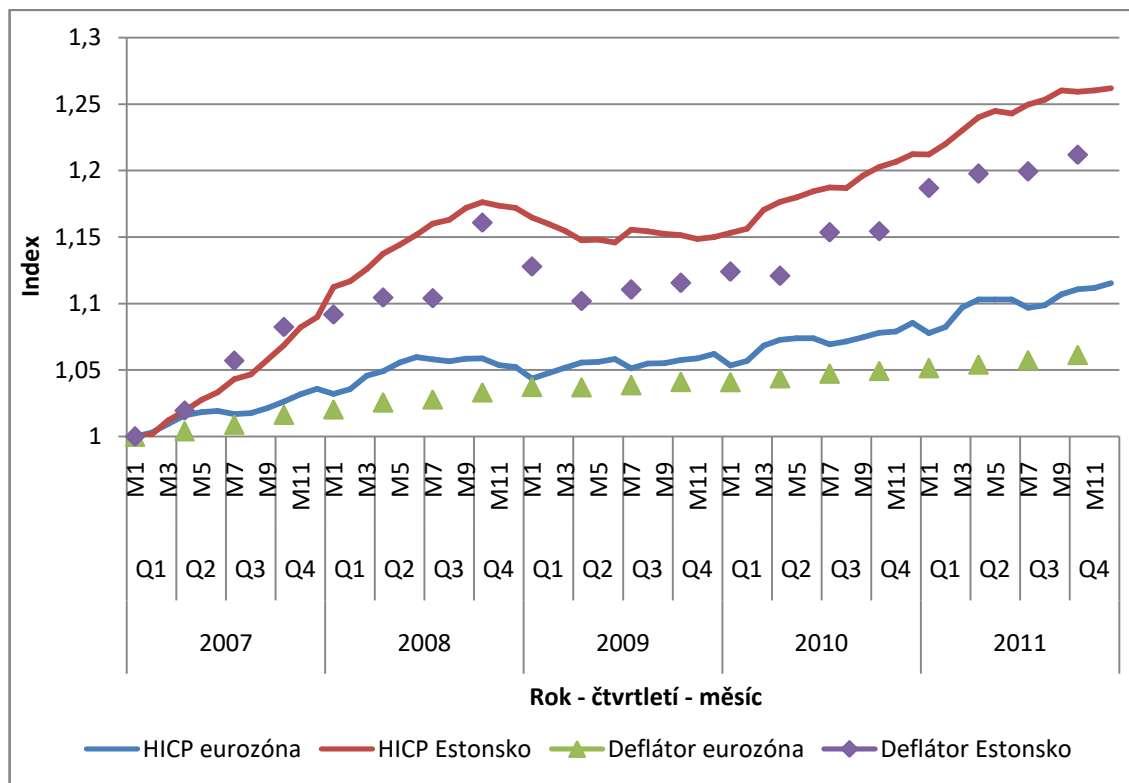
¹⁶¹ Eurostat (GDP and main components)

vliv odvětví stavebnictví, jehož aktivita se v roce 2010 propadla na téměř polovinu roku 2007.¹⁶² Na obnově růstu byl vliv spotřeby malý, přičemž se objem statků dlouhodobější spotřeby propadal až do roku 2010 včetně. Objem krátkodobé spotřeby a služeb se také do roku 2010 snižoval, nicméně její relativní význam na HDP rostl (nejvíce v 2009).¹⁶³

5.2.2 Cenový vývoj

V expanzní fázi ekonomického cyklu se stala inflace vážným problémem ať už z politického, či ekonomického hlediska. Vysoký nárůst cenové hladiny stál za tím, že nebyla splněna maastrichtská kritéria pro vstup do eurozóny. Z ekonomického hlediska rychlá změna cen spotřebních statků není žádoucí, nicméně obrovské přecenění na trhu nemovitostí je velmi nežádoucí. Zejména vzhledem k tomu, že bydlení je základní potřeba, tudíž prudký nárůst cen má negativní společenské důsledky. Období 2008 až 2011 však bylo charakterizováno opačným stavem. Vzhledem k recesi a uplatňovaným hospodářsko-politickým opatřením mělo dojít a docházelo k vnitřní devalvaci.

Graf č. 12 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2008-2011)



Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly; HICP monthly); vlastní zpracování

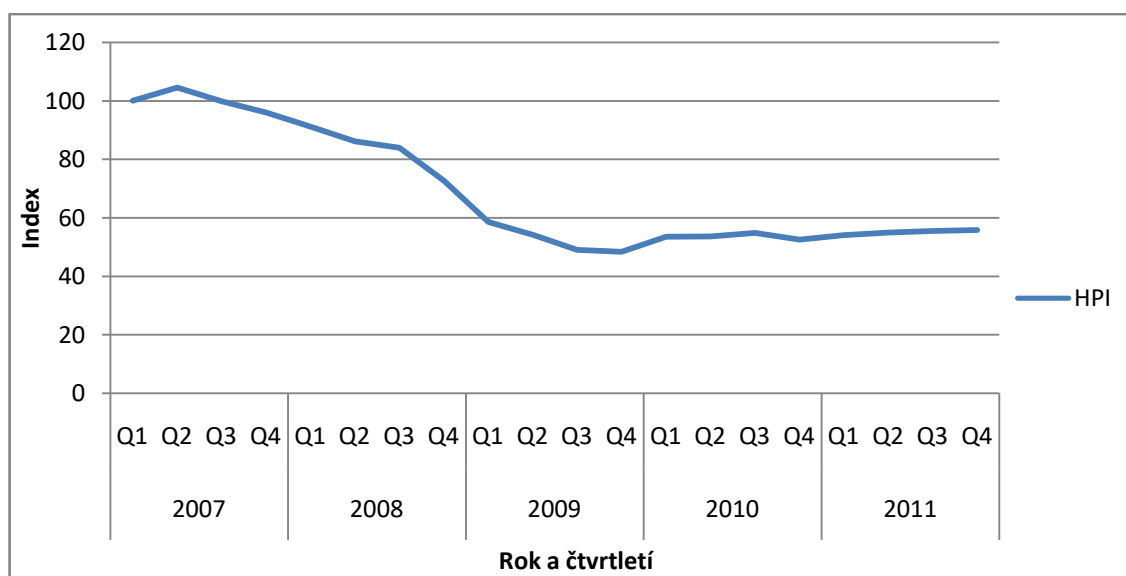
¹⁶² Eesti Statistika (Construction volume index)

¹⁶³ Eurostat (Final consumption aggregates by durability)

Růst cenové hladiny se v Estonsku zastavil ve třetím čtvrtletí roku 2008 a na podobnou úroveň se cenová hladina vrátila až ve druhém čtvrtletí roku 2010. Mezitím docházelo dokonce po dobu několika měsíců k deflaci v souhrnném koši spotřebitelských cen, i když roční průměrná míra inflace v roce 2010 byla 0,2 %.¹⁶⁴ Cenová hladina měřená deflátozem vykazuje výraznou rozkolísanost, což je pochopitelné vzhledem k mnohem větší rozmanitosti cen, které jsou v nominálním HDP zahrnuty. Nicméně trendem i dynamikou se tentokrát změny spotřebitelských cen i deflátor produktu sobě navzájem dosti blížily, na rozdíl od období expanze.

Recese probíhající v eurozóně vedla k období s téměř nulovou inflací, která byla výrazně pod vrchní hranicí cíle ECB, takže se cenová hladina do roku 2010 změnila minimálně. Na druhou stranu i přes tendenci estonské ekonomiky k většímu růstu cenové hladiny, byl rozdíl v celkové změně mezi eurozónou a Estonskem v tomto období relativně malý. Od roku 2010 začala estonská ekonomika vykazovat stabilnější růst cenové hladiny, čili trendy indexu deflátoru i spotřebitelských cen byly srovnatelné. V eurozóně však spotřební statky (HICP) předběhly celkovou cenovou hladinu v celé ekonomice.

Graf č. 13 Reálný HPI (2007-2011)



Zdroj: Eurostat (HPI deflated); vlastní zpracování

Na průběhu reálného HPI v grafu č. 13 lze pozorovat, že ceny na trhu nemovitostí se ze svého stavu přecenění ve vrcholu „boomu“ propadly relativně až o 50 % do roku

¹⁶⁴ Eurostat (HICP annual)

2009. Dle výpočtů autora¹⁶⁵ již dříve zmíněného článku se ceny vrátily na dlouhodobě rovnovážnou úroveň na začátku roku 2009. Dále podle tohoto autora přešly až do podcenění o téměř 20 %, což bylo komparativně největší změna v rámci Pobaltí.

Při sledování dílčích složek cenové hladiny podle COICOP¹⁶⁶ je možné shrnout následující. Inflační tlaky vyvolalo zřetelně zvýšení spotřebních daní. Jednalo se zejména o tabák a energie (a paliva). I přesto, že nájemné mělo v prvních letech deflační tlaky, tak dohromady kategorie „Bydlení, voda, elektřina, plyn a paliva“ měla inflační charakter. „Komunikace“, „Rekreace a kultura“ a „Transport“ se obecně držely pod celkovým růstem cenové hladiny. V ostatních kategoriích kromě zmíněných nelze spatřit v celém období výraznou konzistentní odchylku od celkové hladiny, kromě sezónních vlivů nebo důsledků návratu růstu na některé statky vzhledem k jejich ekonomické nezbytnosti (např. jídlo v krizi relativně zlevňovalo, ale ke konci období zase dohnalo celkovou hladinu).

5.2.3 Nezaměstnanost

I přes liberální politiku zaměstnanosti byla nezaměstnanost v Estonsku mezi lety 2002 -2005 vyšší, avšak v době vrcholící expanze klesla na nízkou úroveň. Po dosažení vrcholu však dochází k postupnému růstu nezaměstnanosti. Ovšem situace, která potkala Estonsko koncem roku 2008, byla výrazně hlubší než běžná recese.

Jeden z velkých problémů trhu práce byl, že mnoho pracovních míst vzniklo v nepřirozeně přebujelém odvětví stavebnictví a trhu s nemovitostmi. Tato místa nejenže v sestupné fázi zanikla, ale už se ani neměla znovu objevit po ekonomickém zotavení.¹⁶⁷ Obecně v rámci ekonomiky v letech „boomu“ silně rostly nominální mzdy, jak již bylo řečeno. Problémem však bylo, že tento růst neodpovídal reálnému růstu produktivity a snižoval tak konkurenceschopnost.¹⁶⁸

Nezaměstnanost se v Estonsku držela pod 4,5 % do poloviny roku 2008 a poté začala růst strmě. Během roku 2009 vzrostla z 10 % na 18 % a v roce 2010 dosáhla vrcholu 18,8 % v dubnu, což je nesmírně vysoké číslo. Poté se nezaměstnanost snižovala rychleji než v obou dalších pobaltských republikách, až se koncem roku 2011 dostala na úroveň v eurozóně, která ovšem byla stále vysoká. Nezaměstnaností nejvíc

¹⁶⁵ Kalikauskas (2016)

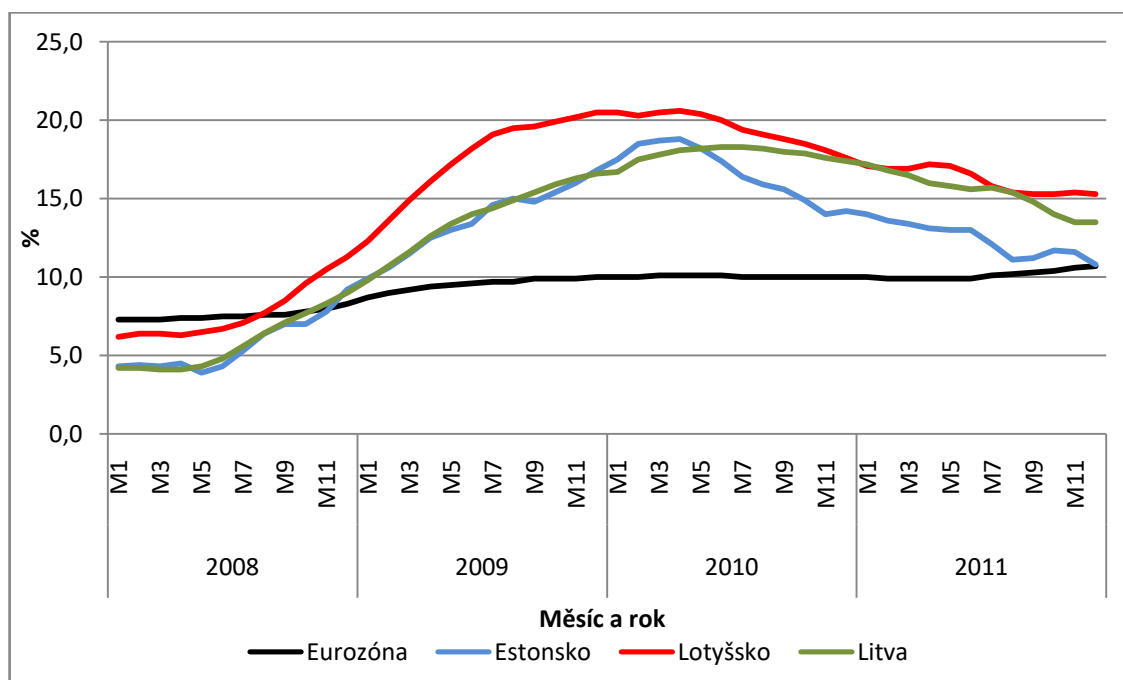
¹⁶⁶ Eurostat (HICP – monthly)

¹⁶⁷ Levasseur (2012)

¹⁶⁸ Levasseur (2012)

trpěli mladí, málo vzdělaní muži bez estonské etnicity.¹⁶⁹ Zvýšení míry emigrace¹⁷⁰ a práce v zahraničí (s cílovou stanicí především ve Finsku) částečně ulevila trhu práce.¹⁷¹

Graf č. 14 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2008-2011)



Zdroj: Eurostat (*Unemployment – monthly average*); vlastní zpracování

Reakcí na krizi byla zvolena cesta interní devalvace, která znamenala strádání v blízké době s perspektivou nápravy ekonomické situace a splnění podmínek k zavedení eura. Přijata byla v podstatě bez sociálních nepokojů i relativně v rámci Pobaltí, jejichž společnosti akceptovaly úsporná opatření disciplinovaně oproti jiným evropským zemím.¹⁷² V roce 2009 byla přijata nová legislativa pracovních smluv, která umožňovala hlubší interní devalvaci na trhu práce v soukromém i veřejném sektoru. V důsledky byly snižovány mzdy, zkracována pracovní doba, umožněno zjednodušení propouštění, poskytnuty mírně zvýšené dávky (obecně nízké v evropském kontextu) a mimo jiné bylo také zvýšeno pojištění v nezaměstnanosti. K tomu došlo k výraznému zvýšení výdajů na aktivní politiku zaměstnanosti, přičemž původní výdaje byly v Estonsku na velmi nízké úrovni v mezinárodním kontextu.¹⁷³ Dle některých odhadů¹⁷⁴

¹⁶⁹ Levasseur (2012)

¹⁷⁰ Vysoká míra emigrace postihla během krize Litvu a hlavně Lotyšsko, ale Estonsko relativně mírně.

¹⁷¹ Anniste (2017)

¹⁷² Levasseur (2012)

¹⁷³ Brixiová, Égert (2012)

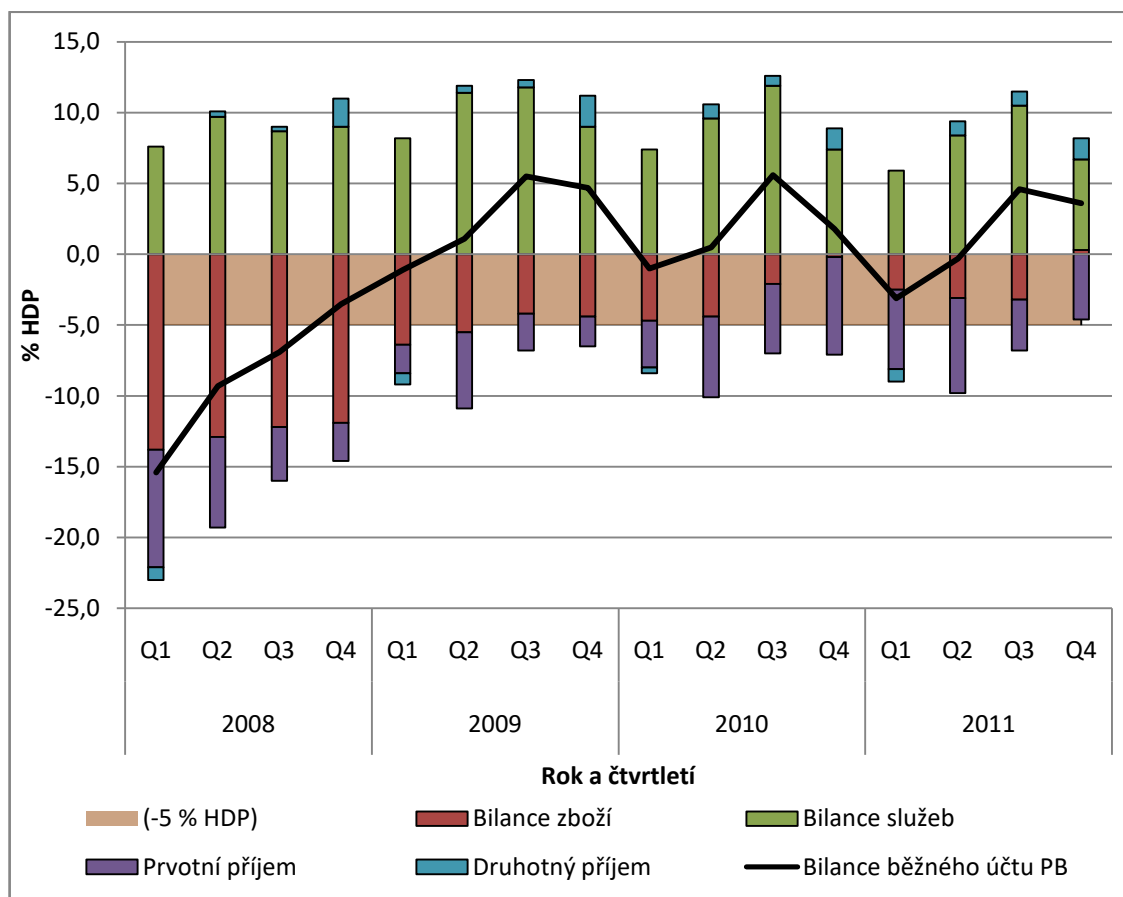
¹⁷⁴ Levasseur (2012)

bylo díky zkrácení pracovní doby zachráněno 25000 pracovních míst k prvnímu čtvrtletí roku 2009.

5.2.4 Běžný účet platební bilance

Kritickým problémem ekonomického vývoje v prvním zkoumaném období byla obrovská vnější nerovnováha. Vzhledem k pozici estonské ekonomiky vůči zahraniční a jejím charakteristikám nelze samotný vznik deficitu běžného účtu vnímat negativně. Nicméně velikost nerovnováhy ospravedlňuje jisté pochyby ohledně zvolené hospodářské politiky. S nástupem recese do estonské ekonomiky však došlo k odstranění tohoto problému a ekonomika se dokonce dostala do přebytku.

Graf č. 15 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2008–2011)



Zdroj: Eurostat (Main ballance of payments); vlastní zpracování

Během roku 2008 se deficit běžného účtu přesahující 15 % HDP snížil na 3,5 %, čímž se dostal na úroveň považovanou za dlouhodobě stabilní (pod 5 %). Snížení záporného salda pomohl ve větší míře pokles deficitu prvotního příjmu. To bylo

způsobeno omezením reinvestovaného zisku způsobeného propadem profitu firem, či dokonce růstem ztrát.¹⁷⁵

Estonsko mělo dlouhodobě vyšší deficit čistého exportu zboží, než byl přebytek čistého exportu služeb, což spolu vedlo k vysokým deficitům čistého exportu zboží a služeb. V prvním čtvrtletí roku 2009 však začal velkým tempem klesat import zboží, což nakonec vedlo k vzniku přebytku čistého exportu zboží a služeb. Rychlejší relativní růst objemu exportu zboží od prvního čtvrtletí roku 2010 oproti importu snížil deficit čistého exportu zboží. Přebytek čistého exportu zboží a služeb pak přetrvával do konce roku 2011. V letech 2009, 2010 a 2011 byl běžný účet celkově v přebytku 2,5 %, 1,8 % a 1,3 %. Po letech extrémní vnější nerovnováhy došlo k nastolení stabilního stavu.

5.2.5 Nastavení měnové a fiskální politiky

Měnová politika

V tomto období byl nadále udržován režim měnového výboru. Kromě toho sledovala centrální banka jako strategický cíl vstup do eurozóny, jehož politická váha v období recese ještě více posílila. Dlouhodobě průběžně prováděné přípravy nakonec vyvrcholily začátkem roku 2011 v zavedení eura, když kombinace faktorů recese a hospodářsko-politických opatření umožnila splnění maastrichtských kritérií po dostatečnou dobu. Tím se Eesti Pank stala součástí Eurosystemu a její manévrovací prostor ve tvorbě měnové politiky se ještě více zmenšil.

Povinné minimální rezervy zůstaly na úrovni 15 % do září 2010. Vzhledem k finanční krizi zamrzla na trzích likvidita. ECB na to reagovala radikálním uvolněním měnové politiky, kdy došlo k relativně rychlému poklesu úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že estonský bankovní sektor byl převážně ve švédských rukou, dojednala Eesti Pank se švédskou Riksbank v únoru 2009 preventivní opatření výměnou 10 miliard švédských korun na estonské na podpoření likvidity bankovního sektoru.¹⁷⁶ Finanční sektor zaznamenal poměrnou stabilitu. Obchod na peněžních trzích v roce 2009 byl však slabý, zvláště když tržní úrokové míry v Estonsku obsahovaly výraznou rizikovou prémii.¹⁷⁷

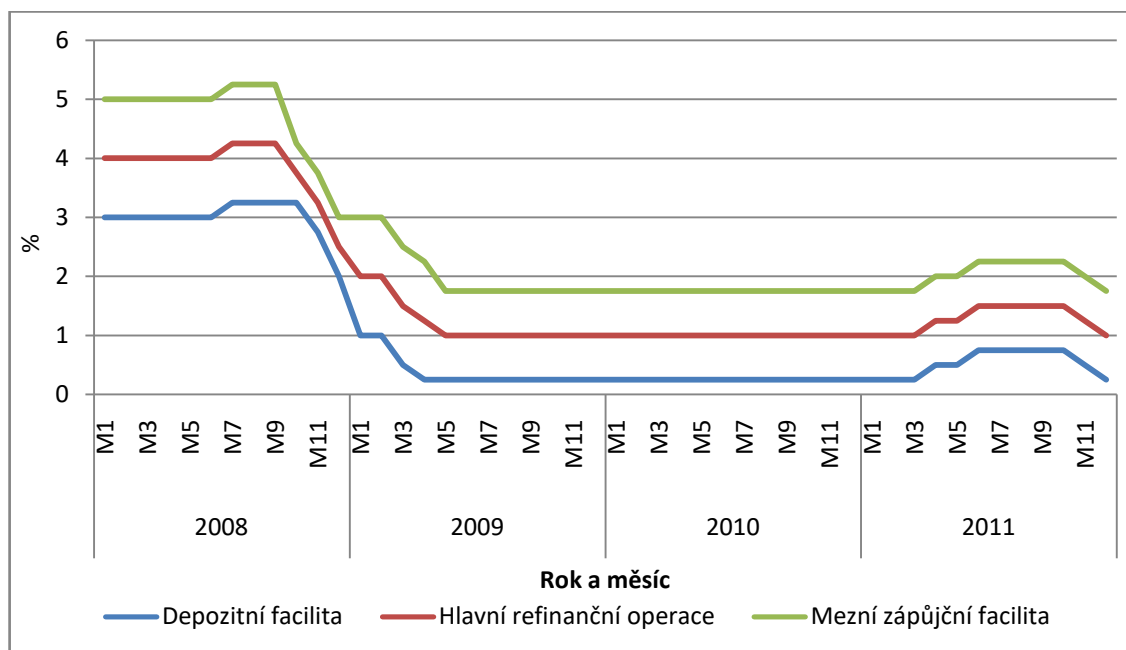
¹⁷⁵ Eesti Pank (2009b)

¹⁷⁶ Eesti Pank (2009a)

¹⁷⁷ Eesti Pank (2010)

Během roku 2010 probíhaly vrcholící přípravy na zavedení eura, což se promítlo do snížení povinných minimálních rezerv z 15 % na 2 % a konečný cíl měnové politiky byl zaveden v souladu s evropským právem.¹⁷⁸ Ve vztahu s ekonomickým oživením a očekáváním inflačních tlaků začala ECB zvyšovat úrokové sazby počátkem roku 2011, avšak druhá polovina roku přinesla nejistotu způsobenou graduující dluhovou krizí.¹⁷⁹ Eesti Pank v rámci Eurosystemu zvýšila podporu likvidity finančního sektoru a povinné minimální rezervy byly sníženy na 1 %.¹⁸⁰

Graf č. 16 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2008-2011)



Zdroj: European Central Bank (Key interest rates), vlastní zpracování

Měnová politika přešla z pasivnější role měnového výboru do omezené role zprostředkovatele/spolutvůrce společné měnové politiky v rámci Eurosystemu. Expanzivní nastavení měnové politiky zavedené v důsledku „Velké recese“ bylo nakonec prodlouženo kvůli nástupu dluhové krize v Evropské unii. Během období let 2008-2011 však hlavní aktivní roli hrála v Estonsku fiskální politika.

Fiskální politika

Možnost externí devalvace byla zamítnuta a měnová politika zůstala v podstatě ve svých zajetých kolejích. Pro recesní mezery lze obecně očekávat stimulační politiku, nicméně k fiskální expanzi v Estonsku nedošlo. Tvůrci hospodářské politiky prováděli

¹⁷⁸ Eesti Pank (2011)

¹⁷⁹ Eesti Pank (2012)

¹⁸⁰ Eesti Pank (2012)

úsporná opatření, která měla přinést vnitřní devalvaci. Výzkum opatření a jejich vztah k hospodářství a veřejným rozpočtům bude součástí této podkapitoly, avšak důvody a kontext přijatých rozhodnutí v následující.

Tlak na veřejné rozpočty byl v této době silný a u některých zemí nakonec vedl k neúnosnému zadlužení, což je vidět na rapidním nárůstu zadlužení zemí, které byly v roce 2011 členy eurozóny. Nárůst dluhu se nevyhnul ani Estonsku, nicméně díky počáteční nízké úrovni nepřesáhl 7 % HDP. Do toho se nicméně promítlo výrazně snížení jmenovatele zlomku, čili HDP. Politika úspor zabránila v růstu deficitu nad míru povolenou maastrichtskými kritérii a hospodářské oživení umožnilo vygenerovat mírný přebytek v roce 2010. Tato opatření zasáhla jak příjmovou, tak výdajovou stránku rozpočtu. První úprava rozpočtu (na rok 2008) byla rozhodnuta v dubnu roku 2008 a druhá byla přijata v červnu 2009, když se ukázalo, že současné ekonomické perspektivy jsou horší a výběr daní nižší, než se původně předpokládalo.

Tabulka č. 5 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2007-2011)

		2007	2008	2009	2010	2011
Veřejný dluh	Eurozóna (17 zemí)	65,3	69,1	79,5	84,8	86,9
	Estonsko	3,7	4,5	7,0	6,6	6,1
Deficit / přebytek	Eurozóna (17 zemí)	-0,7	-2,2	-6,2	-6,2	-4,2
	Estonsko	2,7	-2,7	-2,2	0,2	1,2

Zdroj: Eurostat (Government deficit / surplus, debt and associated data); vlastní zpracování

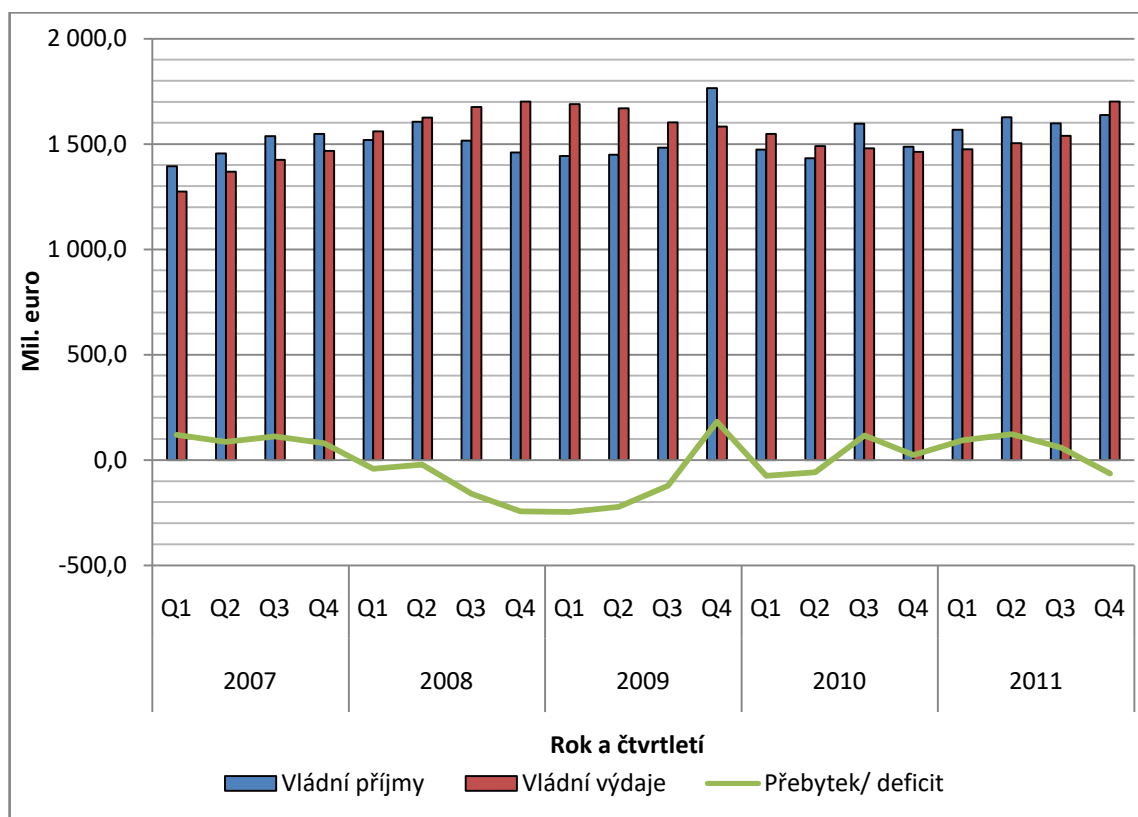
Snížení ekonomické aktivity zasáhne výběr daní, čili zvyšování sazeb spíše povede ke snížení propadu příjmů než k jejich nárůstu. Za účelem udržení deficitu na rozumné úrovni, která vyžadovala maastrichtská rozpočtová kritéria, muselo dojít k tomu, aby pád příjmů nebyl tak vysoký. Na jedné straně se jednalo o zvýšení daní. Daň z příjmu byla zachována na úrovni 21 %.¹⁸¹ Základní sazba DPH vzrostla v červenci 2009 z 18 % na 20 % (snížená na 9 %), dále bylo zvýšeno pojištění v nezaměstnanosti na 4,2 % a spotřební daně na tabák, alkohol, elektřinu, paliva a plyn.¹⁸² Navíc byla využita i jednorázová opatření. Jednalo se o dodatečné dividendy ze státních podniků a jednorázové prodeje státních nemovitostí a majetku. Tato opatření přinesla v přepočtu

¹⁸¹ Tax and customs board of Estonia (2018)

¹⁸² Jõgiste a kol (2012)

375 mil. euro (2,71 % HDP) v roce 2009 a 186 mil euro (1,32 % HDP) v roce 2010 do rozpočtu.¹⁸³

Graf č. 17 Čtvrtletní příjmy a výdaje veřejných rozpočtů (2007-2011)



Zdroj: Eurostat (Quarterly non financial accounts of general government), vlastní zpracování¹⁸⁴

Opatření vnitřní devalvace byla zaměřena hlavně na výdajovou stránku rozpočtu. Vzhledem k predikcím se už v prvních měsících roku 2008 souhlasilo s nutností úpravy současného rozpočtu a s opatřeními na další roky. V roce 2009 se muselo však zajít ještě dále.¹⁸⁵ Snižování výdajů stálo jednak na operativních opatřeních, která snižovaly výdaje napříč celou veřejnou sférou včetně výdajů na státní zaměstnance, ale také programová opatření. Mezi ně patřilo pozastavení financování druhého penzijního pilíře, snížení růstu penzí, snižování nákladů v souvislosti se zdravotním pojištěním, změna pracovní legislativy, snižování výdajů na obranu a investice (včetně oprav silnic apod.) a mnoho dalších opatření. Tato opatření snížila v roce 2008 výdaje o 2 %

¹⁸³ Jögiste a kol (2012)

¹⁸⁴ Použitá data jsou sezónně a kalendářně upravená pro zvýšení vypovídací hodnoty.

¹⁸⁵ Jögiste a kol (2012)

HDP.¹⁸⁶ V roce 2009 se dokonce jednalo o úsporu v přepočtu 854 mil. euro (6,16 % HDP) a v roce 2010 o 228 mil. euro (1,62 % HDP).¹⁸⁷

5.2.6 Zvolení hospodářsko-politických opatření

Úplně základní úroveň sporu, jakým způsobem přistoupit k hospodářské situaci, byl přístup „vnější devalvace“ versus „vnitřní devalvace“. Tento spor byl sice hlavně teoretický, protože na estonské straně panovala víceméně jednotná názorová atmosféra, která se i napříč politickým spektrem lišila pouze v konkrétních jednotlivostech místo celkového rámce.¹⁸⁸

Argumenty pro vnější devalvaci reprezentovali např. ekonomové Roubini, Rogoff a Krugman, kteří očekávali pád fixního směnného režimu v Pobaltí.¹⁸⁹ Základem politiky vnější devalvace mělo dle těchto ekonomů být právě opuštění fixního měnového kurzu a jeho oslabení za účelem stimulace ekonomiky. Reálně k této alternativě nedošlo, nicméně názory na úspěšnost provedených opatření se stále lišily. Kritika poté směřovala na stranu důsledků ve formě nepřiměřeně vysokého ekonomického propadu, který se týkal Estonska, a podle názoru těchto ekonomů by alternativa byla lepší.¹⁹⁰ Protiargumenty směřovaly také na okolnosti v Lotyšsku, kde byla situace vážnější a s obrovskou mírou emigrace.¹⁹¹ Vzhledem k tomu, že alternativa vnější devalvace nebyla zvolena, tak zůstávají její důsledky v hypotetické rovině.

V situaci ekonomického poklesu může vláda obecně přistoupit k opatřením proticyklickým, acyklickým a procyklickým. Prováděná hospodářská politika v Estonsku spadá v rámci snižování výdajů a zvyšování daní jednoznačně do kategorie procyklických. Jaké důvody k procyklické „vnitřní devalvaci“ tvůrce estonské hospodářské politiky vedly? Ty lze na nejjednodušší úrovni rozdělit na politické, ekonomické, přičemž určitá míra obojího se vyskytovala u většiny z nich. Přehled argumentů a jejich logiku zpracovává ve svém článku Raudla a Kattel.¹⁹² Autoři vymezují tři hlavní kategorie v argumentaci politických subjektů.

¹⁸⁶ Kattel, Raudla (2013)

¹⁸⁷ Jõgiste a kol (2012)

¹⁸⁸ Kattel, Raudla (2011)

¹⁸⁹ Kuokstis, Vilpišauskas (2010)

¹⁹⁰ Krugman (2012)

¹⁹¹ Krugman (2013)

¹⁹² Kattel, Raudla (2011)

Prvním byly paralely s rodinným rozpočtem. To znamená odpor k zadlužování a nechuť vydávat peníze, které nejsou k dispozici. Nutno podotknout, že přes nízké zadlužení Estonska byly možnosti půjčování omezeny, a navíc ve vztahu k finanční krizi nebyla velká nabídka, což znamenalo i výrazně vyšší úrokové míry.

Druhým argumentem byla neoblomná víra v blahodárnost vstupu do eurozóny. K tomu však bylo nutno splnit maastrichtská kritéria, která si vynucovala příslušnou fiskální politiku. To mělo získat důvěru investorů a dalších subjektů v estonskou ekonomiku. K tomu bylo členství v eurozóně hodnoceno jako dlouhodobě ekonomicky prospěšné, které si teď žádá krátkodobé období obětí. Nicméně politicky bylo euro vnímáno jako další součást Západu, ke kterému politika země dlouhodobě směřovala. Jeho přijetí tak v podstatě představovalo odměnu za zodpovědnou politiku.

Třetí typ argumentů byly konzervativní hlasy, které zdůrazňovaly perspektivu dlouhého období a budoucnosti nad krátkodobý výhled. Větší využití rezerv nashromážděných z přebytků do roku 2007 bylo odmítnuto s tím, že může být ještě hůře. Všechny tyto výše zmíněné argumenty byly pochopitelně vzájemně propojené.

Faktorem, který ovlivnil konzervativní přístup k fiskální politice, byla dlouhodobá politika spojená s měnovým výborem, což má ekonomické opodstatnění. Nicméně přidalo se k tomu psychologické vnímání výboru jako něčeho nezpochybnitelného a v tom důsledku panovalo vyhraněné názorové prostředí. Tomu nahrálo i historické hodnocení fiskální politiky od obnovy Estonska, a zvláště během krizí, jako úspěšné. Navíc kvůli tomu reálně chyběly tvůrcům hospodářské politiky zkušenosti a kompetence s intervenčním přístupem.¹⁹³

Je třeba však zmínit některé konkrétní ekonomické důvody ve prospěch prováděné politiky. Vzhledem k množství úvěrů denominovaných v eurech, by oslabení kurzu přineslo velké problémy dlužníkům. Jeho krátkodobá úloha stimulace exportu v prostředí globální recese by byla navíc pravděpodobně mizivá. Prudký nárůst deficitů by také mohl výrazně podkopat důvěru ekonomiky, která je silně závislá na své otevřenosti obchodu a hlavně kapitálu.¹⁹⁴

¹⁹³ Kattel, Raudla (2011)

¹⁹⁴ Purfield, Rosenberg (2010)

5.2.7 Dílčí vyhodnocení období 2008-2011

Z výzkumu vyplývá, že útlum ekonomiky od konce roku 2007 byl domácí povahy. Vážná recese, která probíhala během dalších několika čtvrtletí, byla však „dovezena“ ze zahraničí. Estonsko, jakožto malá otevřená ekonomika, podléhá ve velké míře zahraniční ekonomické situaci. Těžko lze v této souvislosti mnoho vyčítat domácím špatným politikám. Lze však hodnotit hospodářsko-politická opatření reagující na recesi.

Estonsko směřovalo cílevědomě k přijetí eura navzdory situaci, která zhoršovala splnění maastrichtských kritérií. V prvních třech letech však stále přetrvával měnový výbor spolu s ERM II. To je politické rozhodnutí, zvláště vstup do eurozóny. Z ekonomického hlediska lze částečně přijmout argumentaci, že se historicky měnový výbor zemi doposud vyplatil. Měnová politika v této chvíli byla proticyklická, ale její účinnost v kontextu událostí slabá. Autor této práce se přiklání k tomu, že rozhodnutí neoslabit měnu lze hodnotit za dané situace jako lepší variantu i z ekonomického hlediska, která měla aspoň určitý psychologický význam. Krátkodobě oslabení kurzu mohlo teoreticky pomoci, ale s klesajícími exporty a importy vzhledem k „Velké recesi“ a zvláště množstvím úvěrů v eurech existuje mnoho pochybností. Jisté je, že hospodářský cyklus neovlivnil hlavní směřování měnové politiky v Estonsku, i když dílčí opatření proběhla.

V případě fiskální politiky vyvolal cyklický výkyv značnou reakci, takže politika nebyla acyklická. Avšak nedošlo ke stimulaci expanzí keynesovského typu, ale nastal pravý opak, který byl jednoznačně procyklický, i přes dílčí záležitosti jako například stimulační využití evropských fondů, nebo částečné využití fondů rezerv z nahromaděných přebytků. Autor práce může (samu o sobě) fiskální politiku pochválit za konzervativní přístup a ochotu ke krátkodobým obětem pro dlouhodobý přínos. Zajímavé je také přijetí z principu nepopulární úsporné politiky estonskou společností, která ve volbách 2011 potvrdila svou podporu prováděným politikám. Tuto politiku do jisté lze pozitivně hodnotit i v rámci hospodářské situace, i přes to, že byla hnaná spíše politickými argumenty, protože pod tíhou nastalé situace lze jen těžko vymyslet nějaké úžasné a bezchybné řešení. Je nutné však vzít v potaz estonská politická a společenská specifika a rozhodně fakt, že země byla ekonomicky nejsilnější v Pobaltí. Tyto faktory umožnily Estonsku vydat se svou cestou relativně úspěšně.

Z hlediska silných a slabých stránek v rámci estonské ekonomiky se situace v podstatě otočila oproti období expanze. Hospodářský růst v takových záporných číslech je obrovská slabina, která má reálné důsledky na životní úroveň občanů. Stejně tak vysoká míra nezaměstnanosti tížila Estonsko, což je nedostatek značně propojený s ekonomickým propadem. Naopak za velmi silnou stránku lze považovat nápravu ohromných deficitů běžného účtu, které započala stabilní trend do budoucna. Obnova rovnováhy cenové hladiny, která umožnila splnit maastrichtská kritéria je pozitivní aspekt, zvláště určitá korekce trhu s bydlením a nemovitostmi.

Podle srovnání za použití magického čtyřúhelníku je hospodářská politika počínaje 2009 úspěšnější v každém roce než v tom předešlém. V roce 2011 jsou úspěšně naplněny tři cíle, a proto je hospodářská politika z let 2008 – 2011 nejúspěšnější v tomto roce. Jsou to růst, nízká inflace a nízký deficit běžného účtu. Nezaměstnanost byla stále vyšší, nicméně se zlepšila oproti předchozím dvěma rokům.

5.3 Období 2012–2016

Po bezprecedentní situaci spojené se silnou kontrakcí produktu a dovršením delegování měnové politiky přišla opět expanzní perioda. Ta byla charakterizována nápravou starých nerovnováh, nicméně zároveň míra růstu ekonomiky nedosahovala tak vysokého tempa zvláště z důvodu vývoje poptávky u svých obchodních partnerů.

5.3.1 Vývoj produktu, složek a jeho odchylka od potenciálu

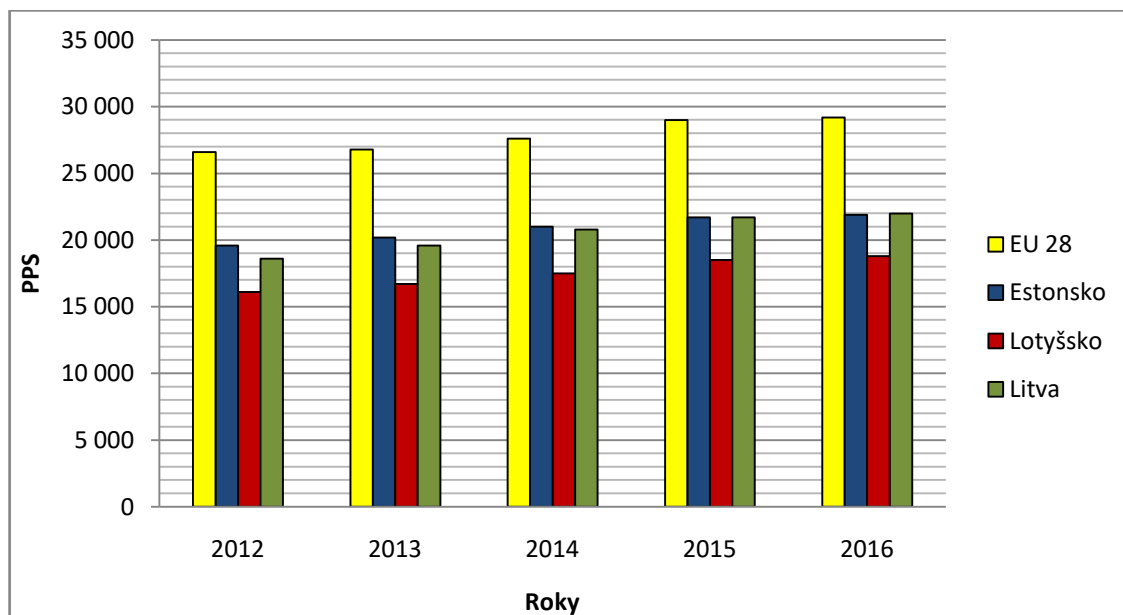
Hrubý domácí produkt

V rámci evropského prostoru vzhledem k nedávné recesi, poklesu poptávky, dluhových problémech některých států a dalších souvisejících problémech se ekonomická aktivita uskromnila a docházelo jen ke slabému růstu (zvláště do roku 2014). V souvislosti s tím i Pobaltí dosahovalo mírného růstu reálného produktu na hlavu.

Zvýšení HDP na obyvatele v paritě dosáhlo mezi lety 2012 až 2016 navýšení o 10 % v 28 zemích EU. Estonsko mezi těmito lety zvýšilo produkt na obyvatele o 11,7 %, Lotyšsko o 16,7 % a Litva o 18,2%. Ke konvergenci tedy docházelo v Estonsku jen mírně, zatímco ve dvou dalších pobaltských zemích to bylo lepší. V tomto vyjádření bylo k roku 2016 na 75 % EU28, Lotyšsko na 64 % a Litva na 75,3 %. Litva mírně předešla Estonsko, které bylo doposud premiant. Dle vyjádření HDP na hlavu v paritě

kupní síly už v roce 2012 Estonsko překonalo úroveň roku 2007, v celkovém HDP v reálném vyjádření k tomu došlo až v roce 2016.

Graf č. 18 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2012-2016)



Zdroj: Eurostat (GDP per capita in PPS); vlastní zpracování

Reálný růst byl v roce 2012 relativně vysoký, nicméně šlo stále do určité míry o nápravu předchozího propadu. V letech 2013, 2014 a 2015 byl růst celkem slabý v porovnání s dynamikou let 2002 až 2007. Rozdíl růstu mezi nominálním a reálným produktem nebyl výrazný díky stabilnímu cenovému vývoji. V roce 2016 se míra růstu opět zvýšila spolu s celkovým oživením v evropském hospodářství.

Tabulka č. 6 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2012-2016)

	2012	2013	2014	2015	2016
Nominální	7,60	5,56	5,96	2,94	4,99
Reálný	4,31	1,94	2,89	1,90	3,49

Zdroj: Eurostat (GDP and main components); vlastní výpočty a zpracování

Mezera výstupu

Odhady rozdílu skutečného produktu od potenciálu hospodářství ukazují odhady OECD v tabulce č. 7. Odhadované hodnoty ukazují, že možnosti hospodářství nebyly běžně využity v plném nebo rovnovážném rozsahu v podstatě ve všech případech.

Tabulka č. 7 Mezery výstupu Estonska a vybraných útvarů v % HDP (2012-2016)

	2012	2013	2014	2015	2016
Estonsko	-1,0	-1,2	-0,8	-1,4	-1,6
Eurozóna	-2,9	-3,7	-3,3	-2,5	-2,1
Finsko	-2,3	-3,4	-4,5	-4,8	-3,4
Lotyšsko	-3,1	-2,9	-3,2	-2,9	-2,9
Švédsko	-2,4	-3,0	-2,4	-0,4	0,3

Zdroj: OECD (Output Gaps); vlastní zpracování

S přihlédnutím možnostem rozdílné kvantifikace a tedy různých hodnot odhadů je možné sledovat následující. Eurozóna se pohybuje od 2 do 4 % pod potenciálem s vrcholem v roce 2013. Kromě horší situace ve Finsku, a naopak od roku 2015 lepší ve Švédsku, má Estonsko hodnoty relativně blízké rovnovážnému stavu. Když tedy k mírnému růstu přičteme malou a poměrně konstantní mezeru výstupu, znovu se potvrdí, že hospodářství v Estonsku ztratilo dost na své dynamice. K pochopení lépe poslouží hlubší analýza HDP.

Složky HDP

Spotřeba konsistentně táhla reálný růst v průběhu celého období. I v rámci mírnějšího růstu a méně dynamické konvergence se spotřeba vůči HDP zvyšovala mezi lety 2012 až 2016 z 69,4 % na 73,5 %.¹⁹⁵ Spotřeba zboží dlouhodobější trvanlivosti zažila během těchto let výraznou obnovu vyjádřenou objemem. Ve vztahu k HDP však zůstala i přes nárůst na 3,8 % HDP nižší než během let 2002 až 2008.¹⁹⁶

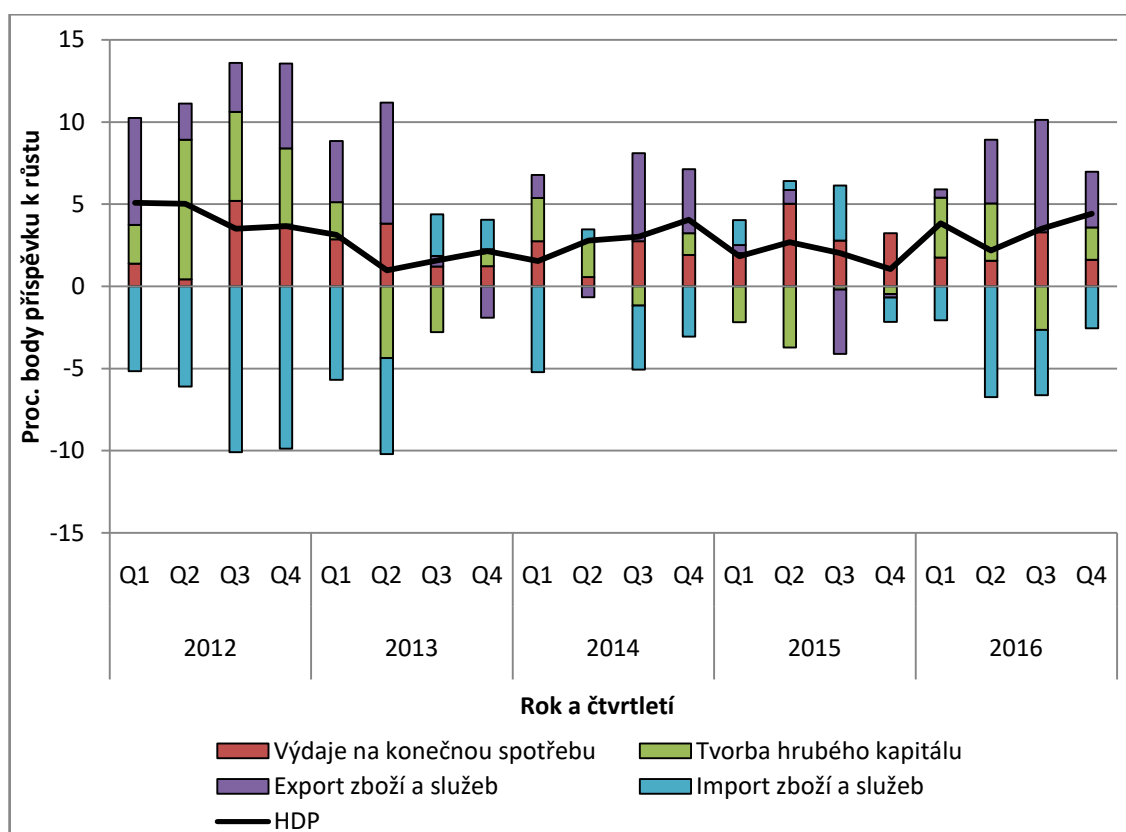
Investice naopak v roce 2012 dosáhly relativního vrcholu 29,1 % HDP a pak klesaly a krátkodobě se stabilizovaly kolem 25 % až na 24,2 % HDP v roce 2016.¹⁹⁷ V grafu je vidět výrazný podíl tvorby kapitálu na meziročním růstu v roce 2012, nicméně v dalších letech je situace proměnlivá. Míra investic blížící se 40 % HDP v roce 2007 nebyla stabilní, a proto ustálení na nižší míře je jednoznačně prospěšnější pro dlouhodobý růst. Navíc vzhledem k mezinárodní situaci byla ochota zahraničních investic ještě nižší, na čemž je Estonsko stále celkem závislé.

¹⁹⁵ Eurostat (GDP and main components)

¹⁹⁶ Eurostat (Final consumption aggregates by durability)

¹⁹⁷ Eurostat (GDP and main components)

Graf č. 19 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2012-2016)



Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly); vlastní výpočty a zpracování

Po obratu během recese, kdy čistý export dosáhl kladných hodnot, se v těchto letech kladné saldo zachovalo. Tomu pomohl převis stabilního kladného čistého exportu služeb nad snižujícím se záporným čistým exportem zboží. Jednalo se o 2,8 % HDP v roce 2012, ale dokonce 4,5 % HDP v roce 2016.¹⁹⁸ Do druhého čtvrtletí roku 2013 import zboží a služeb značně snižoval míru růstu, jak je vidět v grafu č. 19, avšak do roku 2015 tomu bylo často naopak. Estonsko je schopné exportovat své služby, nicméně je odkázáno na import zboží. Domácí export zboží konkuruje spíše levnou pracovní silou.

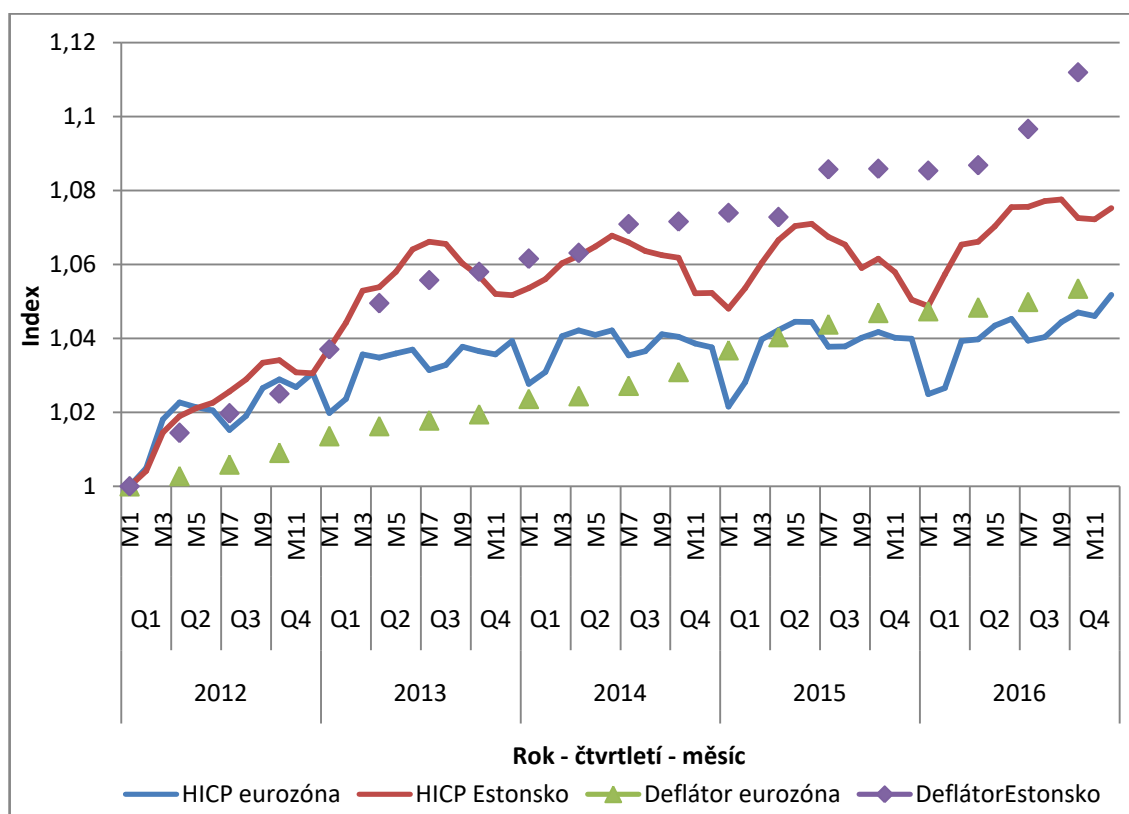
5.3.2 Cenový vývoj

Eurosystém prováděl nastavení měnové politiky pro celou eurozónu, jejíž součástí bylo během těchto let také Estonsko. Nízká míra inflace, či dokonce deflace byla spjatá se stavem v evropských ekonomikách. Měnová politika reagovala na slabý růst a problémy s plněním konečného cíle.

¹⁹⁸ Eurostat (GDP and main components)

Z grafu č. 20 je vidět, že od počátku tohoto období cenová hladina do zhruba druhého čtvrtletí roku 2013 rostla v Estonsku i zemích eurozóny. V případě spotřebitelských cen narostla více v Estonsku, ale poté v podstatě po dobu dalších 3 let nejistě překračovala na místě, kdy místy docházelo k deflaci. Průměrná 12ti-měsíční míra inflace se tak více blížila k nule v obou případech navzdory expanzivní měnové politice. Cenová hladina měřená deflátorem HDP nicméně postupně rostla a za toto období více narostla v Estonsku. V průběhu tohoto období však nedošlo k tomu, že by se zásadně odchýlila cenová hladina měřená spotřebním košem od celkové hladiny měřené deflátorem. Dynamika byla přesto v různých obdobích rozdílná. Není cílem práce se zabývat mírou blahodárnosti a škodlivosti inflace, či deflace. Autor se přiklání k tomu, že mírná až žádná inflace je sama o sobě pro ekonomické subjekty lepší, než její prudký nárůst, který byl v Estonsku běžný před recesí.

Graf č. 20 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2012-2016)



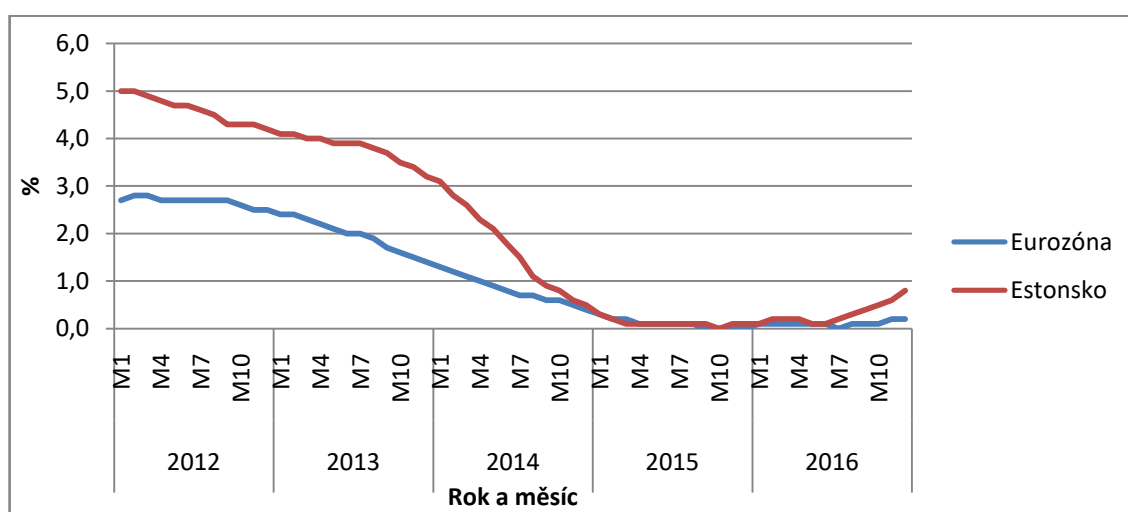
Zdroj: Eurostat (GDP and main components - quarterly; HICP monthly); vlastní zpracování

Na trhu s bydlením panoval relativně stabilní vývoj oproti předcházející konjunktúře a recesi, nicméně podle některých výpočtů¹⁹⁹ byly do roku 2015 ceny stále podceněné.

¹⁹⁹ Kalikauskas (2016)

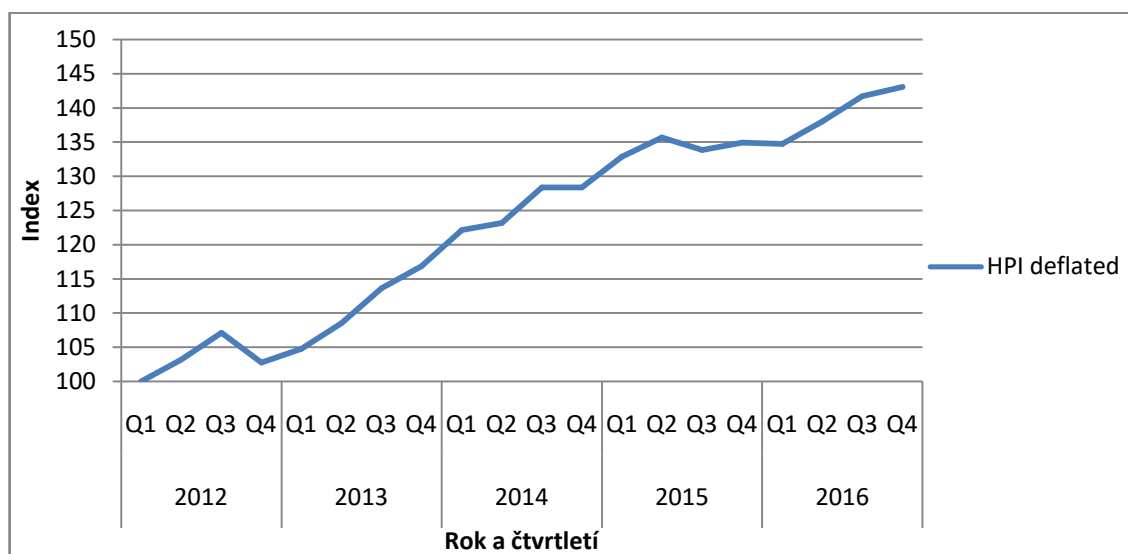
Pochopitelně mezinárodní ekonomická situace ovlivňovala ceny bydlení i nemovitostí, kde ke kladnému cenovému vývoji docházelo na rozdíl od spotřebních statků v míře zatím nejstabilnější. Je vidět, že rok 2015 (ve své většině) byl z hlediska cenového vývoje úhlem pohledu spotřebního koše, bydlení i deflátoru v podstatě bez inflace. Ceny bydlení a nemovitostí byly ve vztahu k ekonomickému cyklu v Estonsku hodně nestabilní, což vzhledem k sociálnímu rozměru není dobré. Mezi lety 2012 až 2016 se situace měla tendenci stabilizovat, nicméně růst cen v sobě opět skrýval rizika vzhledem k platební schopnosti lidí s hypotékami.

Graf č. 21 Průměrná dvanáctiměsíční míra inflace (2012-2016)



Zdroj: Eurostat (HICP monthly, 12-month average rate of change); vlastní zpracování

Graf č. 22 Reálný HPI (2012-2016)



Zdroj: Eurostat (HPI deflated); vlastní zpracování

V indexu spotřebitelských cen rozděleného do kategorií COICOP²⁰⁰ rostly hodně nadprůměrně ceny alkoholu, ale také tabáku. Výrazně nadprůměrně rostly ceny v kategorii „restaurace a hotely“ a „oblečení a obuvi“. Značně sezónní byly ceny oblečení, obuvi a ubytovacích služeb, ale u cateringových služeb nikoliv. Nadprůměrně rostly také ceny pro „zdraví“ v případě služeb, nikoliv léků a vybavení. Naopak výrazně podprůměrně, a dokonce deflačně, se měnily ceny u „vzdělání“, „komunikace“ a „transportu“. Šlo o pořízení a provoz osobních dopravních prostředků, ale nikoliv s tím spojené služby. Poštovní služby zdražovaly dokonce nadprůměrně oproti úplně opačnému trendu v kategorii „komunikace“.

5.3.3 Nezaměstnanost

V porovnání se svými pobaltskými sousedy a s hodnotami pro eurozónu bylo Estonsko v tomto období jednoznačně nejlepší s ohledem na nezaměstnanost kromě jiných aspektů. I přes nejistý růst v rámci evropského hospodářství se na relativně nižších mírách nezaměstnanosti pravděpodobně projevil liberálnější přístup a k tomu i reformy zavedené v roce 2009.

Nezaměstnanost ještě v průběhu roku 2012 zůstávala přes 10 %, nicméně postupně se snižovala a koncem roku 2014 dosáhla 6 %, což je více než uspokojivé číslo. Pokud vezmeme v potaz nezaměstnanost v minulých zkoumaných obdobích, pak s výjimkou vrcholu expanze byla vždy nezaměstnanost vyšší. V rámci průměru eurozóny se nezaměstnanost nedostala skoro po celé období pod 10 %, takže v červenci roku 2015 byla téměř dvojnásobná oproti Estonsku.

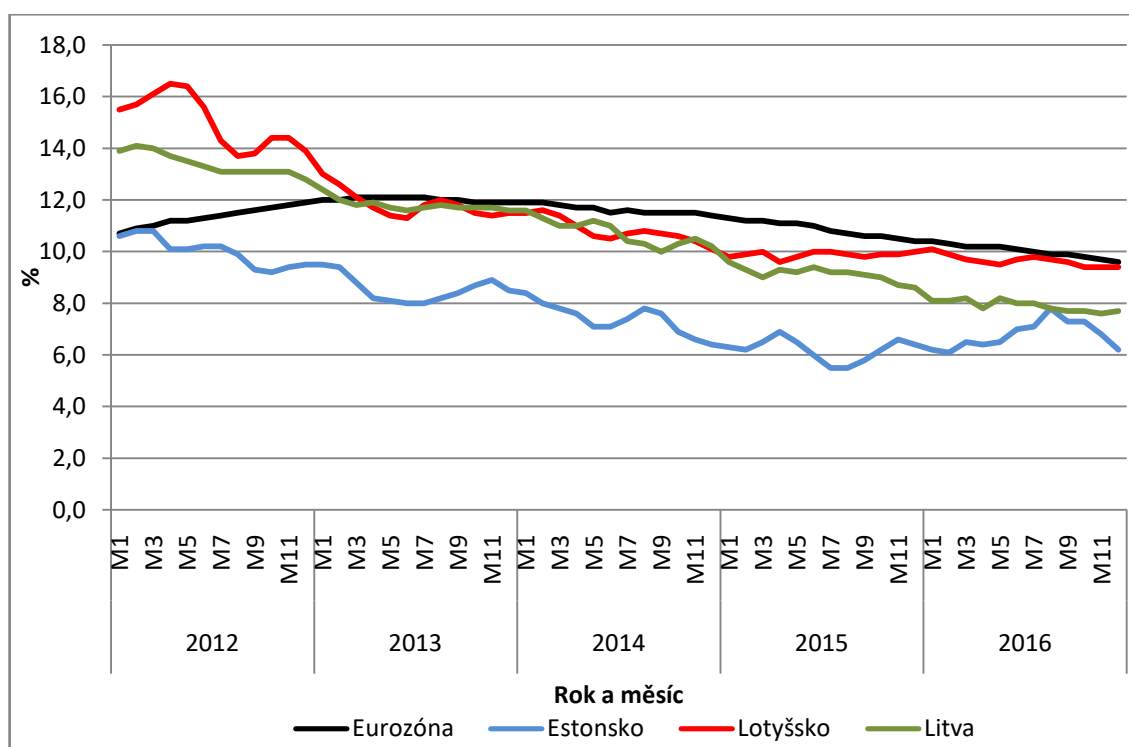
Role emigrace a práce v zahraničí pomáhala snižovat nezaměstnanost²⁰¹, nicméně obecně je problém Východní Evropy, že často také odcházejí kvalifikovaní a žádání zaměstnanci za lepšími podmínkami. Tento fenomén byl v Estonsku mnohem méně významný než v rámci celého Pobaltí, nicméně počet emigrantů se v roce 2015 a 2016 výrazně navýšil. Byl tak nejvyšší z celého zkoumaného období i oproti recesi, která v Estonsku na emigraci zejména v porovnání s Litvou a Lotyšskem měla relativně slabší efekt. Avšak čisté migrační saldo bylo poprvé kladné, čili faktory byly pravděpodobně neekonomické.²⁰²

²⁰⁰ Eurostat (HICP – monthly)

²⁰¹ Kdy pro Estonsko stále hrálo významnou úlohu Finsko.

²⁰² Eurostat (Emigration ;Immigration by age group, sex and citizenship)

Graf č. 23 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2012-2016)



Zdroj: Eurostat (Unemployment – monthly average); vlastní zpracování

5.3.4 Běžný účet platební bilance

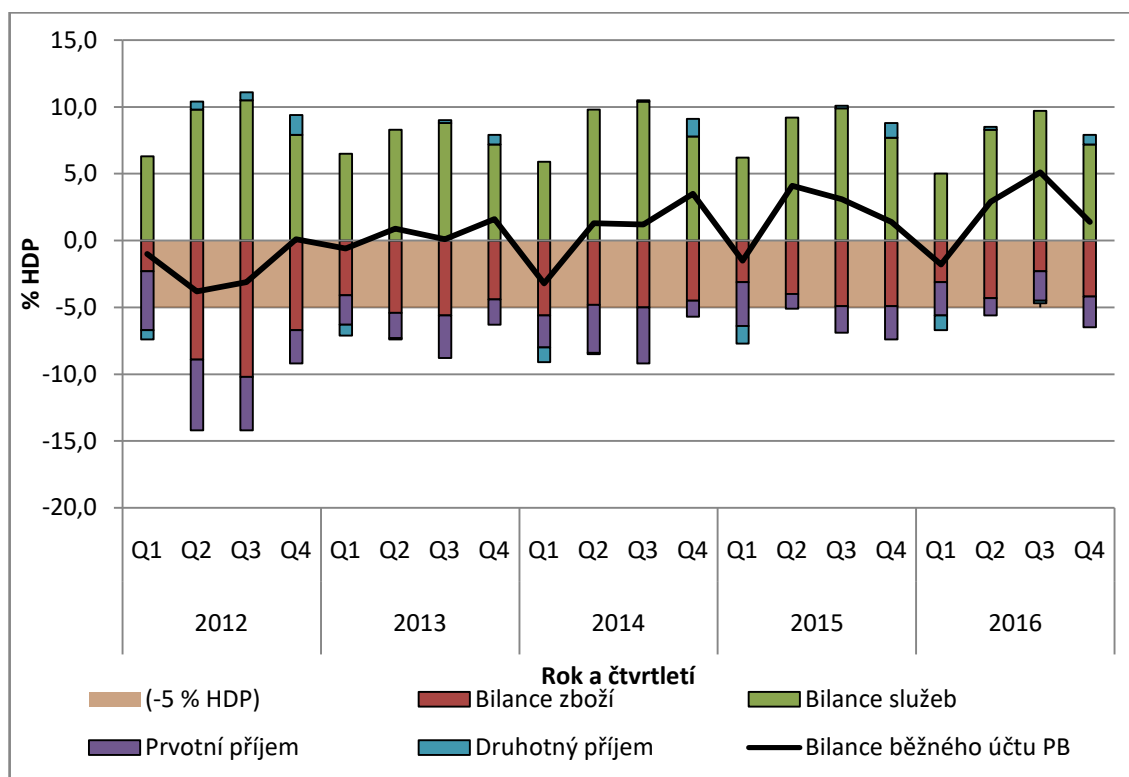
Po stabilizaci běžného účtu během recese se saldo během let 2012 až 2016 nejenže nedostalo pod hranici 5 %, ale od roku 2013 vytvářelo roční přebytky. I přes stálou potřebu estonského hospodářství dovážet více zboží dokázal export služeb v tomto období dokonce často převážet a tím vzniklo pozitivní saldo bilance zboží a služeb. Prvotní příjem naopak stále tlačil saldo běžného účtu do záporu, což je pochopitelné u země, která přilákala mnoho investic v minulosti.

V roce 2012 se bilance běžného účtu zhoršila z důvodu růstu importu zboží odrážející nárůst poptávky, nicméně poté opět začal dovoz klesat rychleji než vývoz. Pasivní saldo zboží -7,1 % HDP v roce 2012 se snížilo na - 3,5 % v roce 2016. Vývoz a dovoz služeb si zachovával víceméně stabilní bilanci i podíl na HDP. Bilance prvotního důchodu se zlepšila z pasivního salda -4 % HDP v roce 2012 na -2,1 % v roce 2016. To bylo způsobeno mírným snižováním odlivu zisku.

V důsledku těchto změn vzniklo postupně pozitivní saldo běžného účtu 2 % HDP v roce 2016. K tomu estonská roční čistá mezinárodní investiční pozice byla od roku 2012 kladná, takže se poprvé začala celková situace vylepšovat. Situace vnější

rovnováhy tedy byla značně stabilizovaná v tomto období, což je obzvláště v kontrastu s předešlou situací pozitivní.

Graf č. 24 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2012–2016)



Zdroj: Eurostat (Main ballance of payments); vlastní zpracování

5.3.5 Nastavení měnové a fiskální politiky

Měnová politika

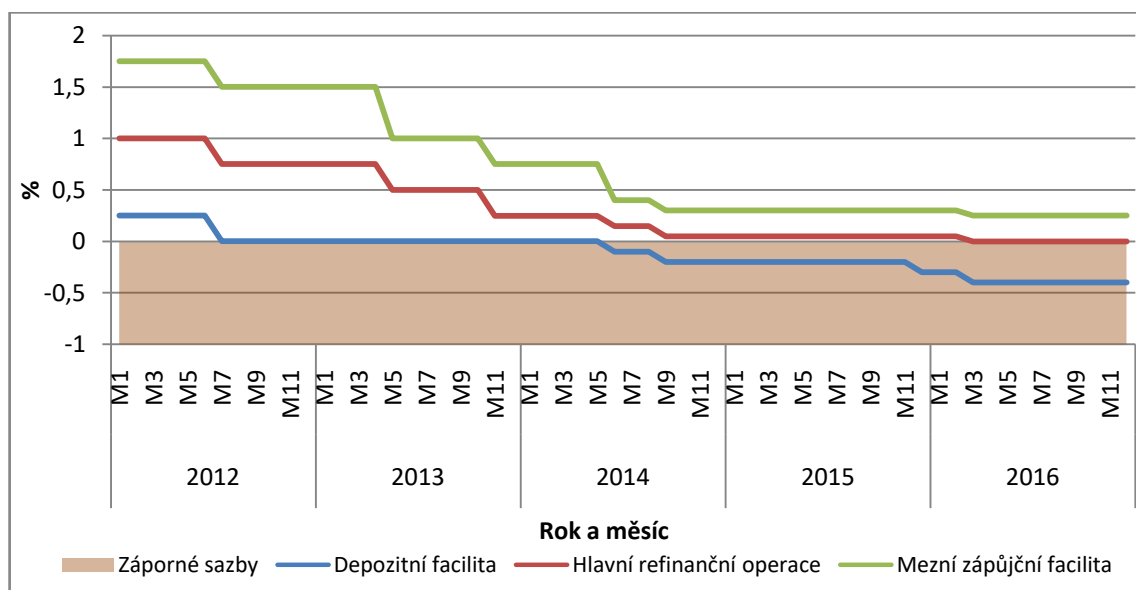
Vzhledem ke vstupu do měnové unie se Eesti Pank stala součástí Eurosystemu a během období let 2012 až 2016 se tedy podílela na tvorbě společné měnové politiky. Při své rozhodovací váze to znamená, že ji zejména přijímala. Vzhledem k slabému růstu a dluhové krizi v eurozóně, v evropských ekonomikách a dezinflačním a deflačním tlakům kvůli cenám ropy, technologickému pokroku a slabému růstu byla měnová politika nastavena silně expanzivně.

Základní sazby, kterými ECB ovlivňuje cenu peněz na trhu, se postupně snižovaly k nule, až nakonec došlo v roce 2014 k bezprecedentnímu zavedení záporných sazeb. K tomu byly sazby povinných minimálních rezerv na 1 %.²⁰³ Vzhledem ke snižování prostoru, který úrokové míry umožňovaly a jejich nedostatečné účinnost pro plnění cíle

²⁰³ Eesti Pank (2013)

se přistupovalo v čím dále větší míře k používání nekonvenčních měnově-politických nástrojů.

Graf č. 25 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2012-2016)



Zdroj: European Central Bank (Key interest rates)

Jedním z nástrojů na doplňování likvidity by LTRO²⁰⁴ a také méně konvenční TLTRO²⁰⁵. Další používané nástroje byly mimo jiné měnové swapy, FRFA²⁰⁶, SMP²⁰⁷, CBPP²⁰⁸ a CBPP2. Později se přistoupilo na rozšíření odkupu aktiv²⁰⁹ v programech, CBPP3, ABSPP²¹⁰, PSPP²¹¹ a CSPP²¹². Estonské finanční instituce byly v dobrém stavu a problém s úvěry, který vznikl před krizí, se vyřešil. V mezinárodních finančních skupinách probíhal centrální management likvidity a navíc v lokálních pobočkách se nacházel dostatek kapitálových rezerv. Z těchto a dalších důvodů využívalo méně konvenční nástroje estonské hospodářství minimálně, nebo v některých případech dokonce vůbec.²¹³

²⁰⁴ Longer term refinancing operations

²⁰⁵ Targeted longer term refinancing operations

²⁰⁶ Fixed rate tender procedures with full allotment

²⁰⁷ The Securities Markets Programme

²⁰⁸ Covered Bond Purchase Programme

²⁰⁹ APP – Asset purchase program

²¹⁰ Asset backed securities purchase programme

²¹¹ Public sector securities purchase programme

²¹² Corporate bond purchase programme

²¹³ Eesti Pank (2013; 2014; 2015; 2016; 2017)

Estonsko se stalo členem Bankovní unie a tedy SSM²¹⁴ v roce 2014 a SRM²¹⁵ v roce 2016. Kromě množství monetárních opatření a celkově velmi expanzním nastavení měnové politiky začala důležitou úlohu hrát makroprudenční politika.

Eesti Pank budovala aparát pro makrobezpečnostní politiku a v roce 2014 jí dal nový zákon silnější mandát pro její provádění.²¹⁶ V rámci tohoto mandátu hned nastavila kapitálovou rezervu na krytí systémových rizik na 2 % a také označila Swebank a SEB jako důležité instituce pro estonský finanční systém.²¹⁷ Od března 2015 byly zavedeny omezující požadavky²¹⁸ na hypotéky s cílem předejít možnému budoucímu nekontrolovatelnému nárůstu těchto úvěrů jako v minulosti.²¹⁹ Se začátkem roku 2016 zavedla Eesti Pank proticyklickou kapitálovou rezervu, ale ponechala ji prozatím na 0 %.²²⁰ Eesti Pank považovala ekonomiku a finanční sektor za stabilní, nicméně s postupem času častěji identifikovala možná budoucí rizika a rizika spojená s uvolněnou měnovou politikou.

Fiskální politika

Veřejný dluh v Estonsku byl stále velmi nízký oproti celé měnové unii. Avšak dluh z hodnoty ve výši 6,1 % HDP v roce 2011 vzrostl skokově na 9,7 %. To bylo způsobeno nárůstem dlouhodobého dluhu kvůli participaci v záchranném mechanismu EFSF²²¹ a půjčkou od Evropské investiční banky kvůli infrastrukturním projektům.²²² Výdaje byly během těchto let víceméně v rovnováze s příjmy a jejich rozdíl s výjimkou roku 2014 nepřekročil 0,4 % HDP. Estonsko tedy bez problému plnilo Pakt stability a růstu, takže pokračovalo v tradici zodpovědné fiskální politiky.

V rámci příjmů rozpočtu z pohledu nastavení daňových sazeb docházelo k jejich opětovnému snižování. Daň z příjmu fyzických osob klesla v roce 2015 z 21 % na 20 % a také v letech 2015 a 2016 došlo ke zvýšení základní výjimky nezdanitelného množství. Stejně tak se snížila daň z příjmu právnických osob na 20 %. Pojištění v nezaměstnanosti kleslo začátkem roku ze 4,2 % na 3 % a od roku 2015 dále

²¹⁴ Single supervisory mechanism - společný dohled

²¹⁵ Single resolution mechanism

²¹⁶ Eesti Pank (2015)

²¹⁷ Eesti Pank (2015)

²¹⁸ LTV do 85 % zajištění (resp. 90 %), DSTi do 50 %, splatnost maximálně 30 let

²¹⁹ Eesti Pank (2015)

²²⁰ Eesti Pank (2017)

²²¹ European Financial Stability Facility, Evropský nástroj finanční stability

²²² Eesti Statistika (2013)

na 2,4 %.²²³ DPH zůstalo na 20 % (9 %, 0 %) jako v předchozím období. Docházelo nicméně k dílčím změnám a také zvýšení některých spotřebních daní. Složená daňová kvóta pochopitelně v době krize krátkodobě vyskočila oproti předchozím zhruba 31 %, nicméně okolo roku 2014 začal postupný nárůst blížící se k 35 %, zejména kvůli zvyšujícím se příjmům z DPH.²²⁴

Tabulka č. 8 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2012-2016)

		2012	2013	2014	2015	2016
Veřejný dluh	Eurozóna (19 zemí)	89,7	91,6	91,8	89,9	89,1
	Estonsko	9,7	10,2	10,5	9,9	9,2
Deficit / přebytek	Eurozóna (19 zemí)	-3,7	-3,1	-2,5	-2,0	-1,6
	Estonsko	-0,3	-0,2	0,7	0,1	-0,3

Zdroj: Eurostat (Government deficit / surplus, debt and associated data); vlastní zpracování²²⁵

Spolu s novým rozpočtovým pravidlem přijatým v roce 2014 začala fungovat fiskální rada, která má možnost vyjádřit odborný názor zohledněním platné legislativy k připravovaným rozpočtům, fiskální politice a různým predikcím.²²⁶ Rozpočtové pravidlo má vládu zavazovat ke tvorbě vyrovnaných rozpočtů v strukturálním vyjádření. Je tedy oproti předchozímu stavu kodifikované a navíc sleduje proticyklický záměr.

5.3.6 Dílčí vyhodnocení období 2012-2016

I přesto, že růst a celková situace v hospodářství nedosahovala tak pozitivních výsledků, v které Estonci mohli doufat, ekonomika neobsahovala výrazné nerovnováhy. Stejně tak jako v minulém období bylo Estonsko, jakožto malá otevřená ekonomika závislá na situaci zejména v evropských trzích, která měla víceméně stagnující povahu.

Měnová politika byla na základě politického rozhodnutí delegována na rozhodovací proces Eurosystemu. I přesto, že estonští zástupci se mohli podílet na rozhodnutích o měnové politice, jejich hlas měl marginální váhu a měnově politická rozhodnutí tedy reflektovala potřebu významných zemí. Možnost manévrovat tedy pro estonskou lokální centrální banku zůstávala minimální, a hlavně fungovala jako zprostředkovatel rozhodnutí. Nastavení a nástroje měnové politiky podléhali problematické situaci v eurozóně a rozhodnutí měla ekonomické opodstatnění, ale také čistě politické úmysly, které dle názoru autora mohou být víceméně nazvány „snahou o zachránění projektu

²²³ Tax and customs board of Estonia (2018)

²²⁴ Rahandusministerium (2017)

²²⁵ Litva a Lotyšsko vstoupily do měnové unie v letech 2015 a 2014, nicméně jsou zahrnuty do dat pro všechny roky z důvodu jednotnosti.

²²⁶ Eelarvenõukogu (Functions and activities of the Fiscal Council)

aura“. Situace měřená makroekonomickými ukazateli byla celkově lepší v Estonsku než v eurozóně a EU, ale přesto měnová politika měla spíše proticyklický charakter i pro Estonsko, nicméně její účinnost byla malá a její nekonvenčnost potenciálně riskantní. Z tohoto hlediska alespoň provázanost estonské ekonomiky s evropskou zapříčila společnou ekonomickou situaci, a tedy i víceméně „vhodnost“ nastavení měnové politiky (nikoliv tedy procykličnost). Politické rozhodnutí v měnové politice hrálo roli prvně v přijetí eura a druhotně v podílu na prováděné politice Eurosystemem.

Prostor v provádění lokální politiky zůstal omezen na fiskální politiku. V tomto ohledu se pokročilo v konceptu vyváženosti rozpočtu na strukturální vyrovnanost (či přebytek), což je krok alespoň teoreticky pro proticyklickou politiku. Cílem je vyrovnaný rozpočet napříč cyklem a stabilizace ekonomiky. Tento posun má ekonomický smysl a byl i legislativně ukotven, což autor považuje za pozitivní. Na přijetí se podílel jak posun v praxi, tak určité problematické zkušenosti s procyklickou politikou v minulosti. Zároveň však tomu pomohlo ocenění konceptu vyrovnaného rozpočtu, který v případě Estonska zajistil výjimečně nízké zadlužení. Problém tohoto konceptu je pochopitelně v omezené možnosti jednoznačné vyčíslitelnosti a předpovídání vývoje. Např. odhad mezery výstupu může být značně odlišný na základě metodiky a vstupních dat. Mezi lety 2012-2016 měla fiskální politika spíše neutrální vliv na cyklus a rozhodně nepřispívala k extrémním výkyvům.

Ze srovnání pomocí magického čtyřúhelníku došlo v roce 2012 k poklesu úspěšnosti hospodářské politiky v naplňování cílů, nicméně v dalších letech bylo stále úspěšnější. Zejména šlo o vyšší vyrovnanost všech 4 ukazatelů. I přes slabší růst než v letech před recesí, jeho hodnota byla relativně vysoká a zároveň hlavně ne na úkor ostatních tří vrcholů. To také způsobilo největší obsah plochy od roku 2011 oproti předchozím letům při nejvyšší hodnotě v roce 2016. Obsah dokonce překonal optimální čtyřúhelník v roce 2015 a 2016.

Jakožto silnou stránku hospodářství je možno identifikovat vyrovnanost běžného účtu obzvláště v kontrastu s předchozím stavem. Fiskální zodpovědnost byla dlouhodobě charakteristická pro Estonsko a stejně tak tomu zůstalo, navíc s potenciálem k odstraňování předešlého procyklického působení. Další silnou stránkou byl růst, který negeneroval velké vnitřní či vnější nerovnováhy, jak tomu bylo v minulosti, zatímco stále přinášel konvergenci. Slabou stránkou byl naopak problém hospodářství vytvářet

dostatečně významný podíl přidané hodnoty v oblasti technicky pokročilých výrobků a ekonomika hlavně konkurovala nízkými náklady.

Příležitostmi ekonomiky je zvýšit míru konvergence a s tím spojeného reálného růstu v rámci plného využití potenciálu dohánění. Další prostor je v pokračování ve vylepšování role fiskální politiky, ke kterému byl proveden krok například založením fiskální rady a taky legislativním kodifikováním tvorby strukturálně vyrovnaných rozpočtů. Jako riziko je naopak možno zvolit uvolněnou měnovou politiku, kvůli její delegaci na Eurosystem. Trh bydlení a nemovitostí nadále představuje riziko, ale nejen v Estonsku, nýbrž také v domovských zemích matek estonských poboček komerčních bank. Toto riziko se odvíjí od prvního. V tom je pochopitelně souvislost také s tím, že Estonsko je velmi závislé na mezinárodní ekonomické situaci, což se buď projevilo přehnanou expanzí, nebo naopak silnou recesí a potlačeným růstem. Mezi další rizika patří zvláště dlouhodobé faktory (zejména demografické).

Závěr

Po znovunabytí nezávislosti se Estonsko dočkalo strmých pádů i vzestupů, během kterých došlo k využívání nevšedních řešení a nástrojů z hlediska hospodářské politiky. Podle autora to bylo částečně způsobeno liberálnějším přístupem k ekonomice, který se zde usadil a příslušně ovlivňoval všeobecnou politickou atmosféru.

Charakteristická pro Estonsko byla neustálá vůle tíhnout k západním institucím, kterou zásadním způsobem formovaly historické zkušenosti, což při pohledu z České republiky lze do značné míry pochopit. Je zajímavé sledovat, jak se toto odhodlání projevilo ve výrazně vyšší ochotě přijímat zpravidla nepopulární opatření. To se ukázalo zvláště při recesi, která přišla s finanční krizí.

Politické směřování se podle názoru autora stalo pro Estonce trochu iracionální vírou v lepší zítřky, která dodávala psychologickou motivaci. Z toho však plynuly rozhodnutí, která měla bezprostřední, nebo potenciální vliv na ekonomickou realitu. Hlavním významem této práce byl proto identifikovat případy takových rozhodnutí v hospodářské politice a konfrontovat je s vlastní analýzou makroekonomického vývoje, což umožnilo posoudit míru vhodnosti pro současnou a budoucí situaci hospodářství v příslušné době. V širším smyslu s tím i ukazuje, do jaké míry byly „importované“ politiky EU prospěšné.

V rámci diskuze o míře blahodárnosti Evropské unie a jejích institucí, zejména se vztahem k Velké recesi, společné měně a následnému zvláštnímu ekonomickému vývoji, se často hovoří o stejných problematických zemích. Estonsko je však považováno za úspěšnou zemi, která navíc není moc v centru pozornosti z České republiky. Proto zkoumání „úspěšné“ země může dodat další podněty k diskuzi.

Teorie hospodářského cyklu prošla dlouhým vývojem a všechny nashromážděné teoretické poznatky mají svůj podíl na pochopení reality, i když se můžou někdy zdát rozporné. Některé teoretické přístupy zahrnují určité předpoklady a složité abstraktní výstupy, které jsou asi méně vhodné pro praxi než jiné. Obecný základ pojmů a principů je však spolehlivým nástrojem pro pochopení reality hospodářských cyklů. Koncept potencionálního produktu se zdá být dobrým nástrojem vysvětlení reálného stavu. Existují však problémy jeho jednoznačného vyčíslení. V praxi by přesné vypočítání

potenciálu a odvozené mezery produktu bylo velmi užitečné. Vzhledem k možnosti rozdílných výsledků je třeba brát tyto výpočty s určitou rezervou.

Nabízelo se širší uchopení teorie hospodářské politiky. Zde se práce snažila přiblížit hlavní principy a zároveň nejvíc vysvětlit záležitosti později dotčené v praktické části, aby došlo ke správnému používání pojmů a definic. Nebylo záměrem opakovat části teorie s menší mírou relevantnosti.

Makroekonomická analýza prostřednictvím výzkumu vnitřní a vnější rovnováhy umožňuje abstraktně rozdělit procesy uvnitř domácího hospodářství a vztahu k jeho zahraničním partnerům. Množství ukazatelů představuje dostatečný aparát k indikaci pozice ekonomiky v rámci cyklických výkyvů a pro provedení analýzy jejich průběhu. Pochopitelně přetrvávají problémy s přesností dat, jejich odvozenými hodnotami a obecně vyčíslitelností jevů, které musí být v praxi brány v potaz.

Z výzkumu v rámci praktické části lze vyvodit nejdůležitější závěry. Je možno konstatovat, že směřování měnové politiky se v podstatě po celou dobu sledovaného období podřídilo politickému rozhodnutí. Tím byl pochopitelně záměr přijmout euro, co nejdříve to bude možno. V rámci režimu měnového výboru pak měnová politika Eurosystemu ovlivňovala estonskou domácí situaci. Z výzkumu vyplynulo, že se negativní vliv této politiky explicitně projevil v letech 2006 a 2007, kdy v hospodářství panovala obrovská vnější nerovnováha a slabá rovnováha vnitřní. Důvodem bylo zejména nevhodně nízké nastavení základních úrokových sazeb. Stav makroekonomické nerovnováhy pochopitelně představoval problém, který se mnohem silněji projevil po propuknutí finanční krize. Ze srovnání pomocí magického čtyřúhelníku vyplynulo, že během let 2002 až 2007 byla hospodářská politika neúspěšná v nastolení makroekonomické rovnováhy a dosahovala silného růstu na úkor jeho vyváženosti, což se promítlo do reálné struktury ekonomiky. V období kontrakce ani v následné expanzi do roku 2016 neznamenal nastavení měnové politiky Eurosystemu pro Estonsko výrazný bezprostřední problém.

Možnosti fiskální politiky byly do určité míry omezeny. Způsobovalo to jednak vliv režimu měnového výboru, který fungoval do začátku roku 2011, na fiskální disciplínu. Průběžně fiskální politiku limitovaly také podmínky maastrichtských konvergenčních kritérií a nakonec Pakt stability a růstu. Rozhodnutí tvořit každoročně vyrovnané či

přebytkové rozpočty vycházelo mimo jiné z dlouhodobého politického konsenzu, který přetrvával od 90. let.

Největší aktivní role fiskální politiky byla v letech 2008 a 2009. Provedená odhodlaná fiskální konsolidace byla nakonec úspěšná. Přirozeně však fungovala krátkodobě procyklicky, což zesílilo propad ekonomické aktivity a zhoršilo vnitřní makroekonomickou rovnováhu. Rozhodnutí nepřistoupit k oslabení měnového kurzu bylo v nastalé recesní situaci podloženo ekonomickými argumenty. Dle názoru autora představovalo v danou chvíli tedy lepší variantu. Ačkoliv měla politika vnitřní devalvace v danou chvíli opodstatnění, promítla se do něj čistě politická rozhodnutí, protože také díky úspěchu této konsolidace mohla země přijmout euro. Vzhledem k vnějším příčinám recese nelze hospodářské politice přikládat v plné míře odpovědnost za ekonomickou situaci. Výzkum však ukázal, že faktor, který estonskému hospodářství značně přitížil, byla celková nevyvážená makroekonomická situace z předkrizového období, což nositelům hospodářské politiky může být připočítáno na vrub.

Po dosažení dna v roce 2010 se makroekonomická rovnováha postupně obnovila ve vyváženější formě, což částečně odráželo mezinárodní situaci, ale také potvrzuje úspěšnost fiskální konsolidace. I přes nejistou situaci v evropských ekonomikách v letech 2012-2016 se v Estonsku dosáhlo vnitřní a vnější rovnováhy. Srovnání ukázalo, že v roce 2015 a 2016 to bylo dokonce nad úrovní optimálního magického čtyřúhelníku. Nově vzniklá fiskální rada představuje také perspektivu k tvorbě více strukturálně vyrovnaných rozpočtů do budoucna. Fiskální politika tak může potenciálně přestat působit procyklicky, jak tomu často mezi lety 2002 až 2014 bylo.

Celkově tedy může být vyhodnoceno, že vliv nastavení politik Evropské unie nebyl pro Estonsko z ekonomického hlediska vždy příliš vhodný (případně více neutrální než pozitivní). Současná měnová politika navíc představuje možná rizika v tvorbě nových nerovnováh. Nicméně dlouhodobé ekonomické přínosy budou záviset na vývoji v mnoha směrech a je možné, že plná účast v Hospodářské a měnové unii bude v budoucnu prospěšná. Politický význam přijetí eura a bližší vazby na EU měly podle názoru autora pro Estonsko spíše pozitivní význam (alespoň psychologický). Za úspěch to může být považováno obzvláště s přihlédnutím ke komplikovanému historickému kontextu.

Cílem práce byla analýza makroekonomického vývoje v Estonsku a zkoumání hlavních příčin cyklických výkyvů. Součástí cíle byl také výzkum kontextu nastavení měnové a fiskální politiky s průběhem hospodářského cyklu. Takto stanovený cíl byl úspěšně dosažen. Výzkumná otázka se ptala na úlohu politických rozhodnutí v situacích, kdy mohl existovat rozpor s ekonomickým přístupem. Vzhledem k naplnění cíle byla výzkumná otázka zodpovězena. Vyřešit celkový komplexní problém si může vyžádat mnohem hlubší a rozsáhlejší analýzu, případně použití mnoha sofistikovaných výpočtů, které však mohou poskytnout odlišné výsledky v závislosti na použité metodě. Takže ani skromnější přístup k analýze nemusel nutně produkovat nedostatečné závěry. Výhodou bylo uplynutí určité doby od Velké recese, což umožnilo zhodnotit důsledky, které mělo její specifické řešení. Pro práci tohoto charakteru by bylo více odpovídající zaměřit se na užší téma, nicméně řešené téma bylo zajímavé a možnost uspokojivě naplnit cíle možná.

Zkoumané období zahrnovalo delší časový úsek. Při absenci faktorů, které limitují rozsah práce, by bylo možné provést hlubší výzkum jednotlivých dílčích období obsahující širší politický kontext a analýzu ekonomiky jdoucí do větších detailů. Kromě řešené problematiky se nabízejí některá související témata, která by bylo smysluplné, a dokonce zajímavé řešit. Jedním z nich je dlouhodobé hodnocení role přijetí eura a vliv měnové politiky Eurosystemu na estonské hospodářství, což by navíc odpovídalo směřování této diplomové práce. To bude ovšem možné až po uplynutí delší doby. Dalším námětem k zpracování by mohlo být srovnání současného výrazného růstu cen bydlení a nemovitostí v ČR se situací v Estonsku v letech konjunktury. Jedním ze společných rysů byla mimo jiné netržní hodnota nominálního směnného kurzu, avšak existovaly také odlišnosti. Vzhledem k fungování fiskální rady v Estonsku od roku 2014 může být proveden výzkum úspěšnosti jejího vlivu na sestavování strukturálně vyrovnaného rozpočtu. Mohla by se tím také prokázat potenciální prospěšnost této instituce. K tomu je však potřeba uplynutí dostatečně dlouhé doby a nikoliv pouze pár let.

Seznam zkratek

ČNB	Česká národní banka
COICOP	Klasifikace individuální spotřeby podle účelu
DM	Německá marka
EEK	Estonská koruna
ECB	Evropská centrální banka
ERM II	Mechanismus směnných kurzů II
ESA	Evropský systém národních účtů
EU	Evropská unie
EU28	Evropská unie s 28 zeměmi
EUR	Euro
HDP	Hrubý domácí produkt
HICP	Harmonizovaný index spotřebitelských cen
HPI	Index cen nemovitostí
IMF	Mezinárodní měnový fond
NATO	Severoatlantická aliance
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
PPS	Standard kupní síly
SSSR	Svaz sovětských socialistických republik

Seznam tabulek

Tabulka č. 1 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2002-2007)	37
Tabulka č. 2 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2002-2007)	47
Tabulka č. 3 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2008-2011)	51
Tabulka č. 4 Mezery výstupu Estonska a vybraných útvarů v % HDP (2007-2011) ...	51
Tabulka č. 5 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2007-2011)	60
Tabulka č. 6 Meziroční změny reálného a nominálního produktu (2012-2016)	66
Tabulka č. 7 Mezery výstupu Estonska a vybraných útvarů v % HDP (2012-2016) ...	67
Tabulka č. 8 Dluh a přebytek/deficit vládních financí v % HDP (2012-2016)	76

Seznam grafů

Graf č. 1 Vývoj reálného HDP mezi lety 2002 až 2016	35
Graf č. 2 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2002-2007)	37
Graf č. 3 Mezera výstupu estonské ekonomiky a zemí eurozóny (2002-2016).....	38
Graf č. 4 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2002-2007).....	39
Graf č. 5 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2002-2007)	41
Graf č. 6 Reálný HPI, průměrná cena za 1m ² v Tallinu (2002-2007).....	42
Graf č. 7 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2002-2007)	43
Graf č. 8 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2002–2007)	44
Graf č. 9 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2001-2007).....	45
Graf č. 10 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2007-2011)	50
Graf č. 11 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2008-2011).....	52
Graf č. 12 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2008-2011)	53
Graf č. 13 Reálný HPI (2007-2011).....	54
Graf č. 14 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2008-2011)	56
Graf č. 15 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2008–2011)	57
Graf č. 16 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2008-2011).....	59
Graf č. 17 Čtvrtletní příjmy a výdaje veřejných rozpočtů (2007-2011)	61
Graf č. 18 Srovnání vývoje HDP na obyvatele v PPS (2012-2016)	66
Graf č. 19 Příspěvky složek k meziročnímu růstu čtvrtletního HDP (2012-2016).....	68
Graf č. 20 Vývoj cenové hladiny v Estonsku a zemích eurozóny (2012-2016)	69
Graf č. 21 Průměrná dvanáctiměsíční míra inflace (2012-2016).....	70
Graf č. 22 Reálný HPI (2012-2016).....	70
Graf č. 23 Vývoj průměrné měsíční nezaměstnanosti (2012-2016)	72
Graf č. 24 Saldo běžného účtu platební bilance Estonska v % HDP (2012–2016)	73
Graf č. 25 Vyhlášené úrokové sazby ECB (2012-2016).....	74

Zdroje

Odborná literatura

CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde, 2006, 199 s. ISBN 80-7201-576-1.

DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. V Praze: C.H. Beck, 2008, xx, 343 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-075-1. Dostupné také z: http://toc.nkp.cz/NKC/200812/contents/nkc20081818233_1.pdf

HECZKO, Stanislav a kolektiv. Hospodářské cykly: teorie a realita. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2016, 141 s. ISBN 978-80-7265-229-7.

JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika. Praha: Grada, 2013, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

KADERÁBKOVÁ, Anna. Základy makroekonomické analýzy: růst, konkurenceschopnost, rovnováha. Praha: Linde, 2003, 175 s. ISBN 80-86131-36-X.

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, 367 s. ISBN 978-80-7261-185-0.

ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽDÁREK. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016, 543 s. Expert. ISBN 978-80-247-5858-9.

SLANÝ, Antonín. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. V Praze: C.H. Beck Praha, 2003, xiii, 375 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-738-3.

URBAN, Luděk. Hospodářská politika. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-858-6501-7.

ŠVEC, Luboš, Vladimír MACURA a Pavel ŠTOL. *Dějiny pobaltských zemí*. Praha: Lidové noviny, 1996, 423 s. ISBN 80-7106-154-9.

Odborné elektronické články

ANNISTE, Kristi, Lee PUKKONEN a Tiiu PAAS. Towards incomplete migration: Estonian migration to Finland. *Trames: A Journal of the Humanities and Social Sciences* [online]. 2017, 21(2), 97-114 [cit. 2018-09-22]. DOI: <http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz:2048/10.3176/tr.2017.2.01>.

BRIXIOVÁ, Zuzana a Balázs ÉGERT. Labour Market Reforms and Outcomes in Estonia. *Comparative Economic Studies* [online]. 2012, 54(1), 103-120 [cit. 2018-10-11]. DOI: <http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz:2048/10.1057/ces.2012.7>

EAMETS, Raul, Urmas VERBLANE a Kaja SÕSTRA. External Macroeconomic Shocks and the Estonian economy: How did the Russian Financial Crisis affect Estonian Unemployment and Foreign Trade?. *Baltic Journal of Economics* [online]. 2003, spring/summer 2003, 3(2), 5-24 [cit. 2018-03-29]. DOI: <https://doi.org/10.1080/1406099X.2003.10840388>

FURUOKA, Fumitaka. Unemployment hysteresis in the "nordic kitten": Evidence from five estonian regions. *Panoeconomicus* [online]. 2015, 62(5), 631-642 [cit. 2018-09-22]. DOI: <http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz:2048/10.2298/PAN1505631F>.

KUTASI, Gábor. Success or Failure? Current Account Problems in the Baltic States. BENCZES, István a a kol. *Crisis in the East and the West: Economic Governance in Times of Challenge* [online]. Vídeň: Wiener Verlag, 2014, s. 145-167 [cit. 2018-07-28]. ISBN 978-3-94469-016-2. Dostupné z: <http://real.mtak.hu/id/eprint/16365>

JÕGISTE, Kadri, Peeter PEDRA a Giuseppe GROSSI. Budgeting in a time of austerity: The case of estonian central government. *Public Administration & Development* [online]. 2012, 2012, 32(2), 181-195 [cit. 2018-10-20]. DOI: <http://dx.doi.org.zdroje.vse.cz:2048/10.1002/pad.1611>.

KATTEL, Rainer a Ringa RAUDLA. The Baltic Republics and the Crisis of 2008–2011. *Euro-Asia studies* [online]. 2013, 65(3), 426-449 [cit. 2018-10-20]. ISSN 09668136. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/1326263145?accountid=17203>

LEVASSEUR, Sandrine. Labour market adjustments in estonia during the 2008/2011 crisis. *Eastern Journal of European Studies* [online]. 2012, 3(1), 123-143 [cit. 2018-10-10]. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/2046638389?accountid=17203>

MARKSOO, Ülle a Tiit TAMMARU. Long-term unemployment in economic boom and bust: The case of Estonia. *Trames: A Journal of the Humanities and Social Sciences* [online]. 2011, 15(3), 215-234 [cit. 2018-09-22]. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/895048344?accountid=17203>

PURFIELD, Catriona a Christoph ROSENBERG. Adjustment Under a Currency Peg; Estonia, Latvia and Lithuania During the Global Financial Crisis 2008-0. *IDEAS Working Paper Series from RePEc: IMF working papers* [online]. Federal Reserve Bank of St Louis, 2010, 2010, 10(213), 1-34 [cit. 2018-10-21]. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/1698601404?accountid=17203>

RAUDLA, Ringa a Rainer KATTEL. Why Did Estonia Choose Fiscal Retrenchment after the 2008 Crisis?. *Journal of Public Policy* [online]. 2011, 31(2), 163-186 [cit. 2018-10-21]. DOI: 10.1017/S0143814X11000067. ISSN 0143-814X. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/1041812654/4EBE7E59AACD400CPQ/1?accountid=17203>

VILPIŠAUSKAS, Ramunas a Vytautas KUOKŠTIS. National responses to the financial and economic crisis: How relevant is the experience of the Baltic States to Southern EU members? [online]. Baltimore: EUSA Thirteenth biennial conference: SPERI Sheffield Political Economy Research Institute, 2013, , 1-27 [cit. 2018-10-21]. Dostupné z: <http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2013/06/Kuokstis-V-National-responses-to-the-financial-and-economic-crisis-how-relevant-is-the-experience-of-the-Baltic-States-to-Southern-EU-members.pdf>

KALIKAUSKAS, Darius. Fundamental housing prices in the Baltic States: empirical approach. *Baltic Journal of Economics* [online]. 2016, 16(2), 53-80 [cit. 2018-07-23]. DOI: 10.1080/1406099X.2016.1173446. ISSN 1406-099X. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/1805464221/fulltextPDF/1BCF37C056FF4CE3PQ/1?accountid=17203>

PAUTOLA, Niina. Fiscal Transition in the Baltics. *Review of Economies in Transition* [online]. Institute for Economies in Transition, Suomen Pankki, 1997, 2002, 1997(2), 6-25 [cit. 2018-05-30]. Dostupné z: <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/12973/0297NP.PDF?sequence=1&isAllowed=y>

STAEHR, Karsten. Exchange Rate Policies in the Baltic States: From Extreme Inflation to Euro Membership. *CESifo Forum* [online]. 2015, 2015, 16(4), 9-18 [cit. 2018-03-30]. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/central/docview/1766810014?pq-origsite=summon>

STAEHR, Karsten. Public Finances and Fiscal Policy in the Baltic States 1991–2015. *Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe* [online]. Tallinn: Tallinn University of Technology, 2016, 2016, 8(1), 26-41 [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: <https://ideas.repec.org/a/ttu/rebcee/73.html>

VIKSNINS, George J. Baltic monetary regimes in the XXth century. *Intereconomics* [online]. 2000, 2000, 35(5), 213-218 [cit. 2018-03-30]. ISSN 0020-5346. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/211587152?pq-origsite=summon>

WOLF, Holger. Currency boards as a path towards the Eurozone: Lessons from the Baltics. *International Economics and Economic Policy* [online]. Heidelberg, 2016, 2016, 13(1), 45-57 [cit. 2018-03-30]. ISSN 1612-4804. Dostupné z: <https://search-proquest-com.zdroje.vse.cz/docview/1761045182?pq-origsite=summon>

Další elektronické zdroje

Eesti Pank Annual Report: 2002 [online]. Tallinn: Eesti Pank, 2003 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2002/eesti-pank-annual-report-2002>

Eesti Pank Annual Report: 2003 [online]. Tallinn: Eesti Pank, 2004 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2003/eesti-pank-annual-report-2003>

Eesti Pank Annual Report: 2004 [online]. Tallinn: Eesti Pank, 2005 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2004/eesti-pank-annual-report-2004>

Eesti Pank Annual Report: 2005 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2006 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2005/eesti-pank-annual-report-2005>

Eesti Pank Annual Report: 2006 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2007 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2006/eesti-pank-annual-report-2006>

Eesti Pank Annual Report: 2007 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2008 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2007/eesti-pank-annual-report-2007>

Eesti Pank Annual Report: 2008 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2009a [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2008/eesti-pank-annual-report-2008>

Eesti Pank Annual Report: 2009 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2010 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2009/eesti-pank-annual-report-2009>

Eesti Pank Annual Report: 2010 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2011 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2010/eesti-pank-annual-report-2010>

Eesti Pank Annual Report: 2011 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2012 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2011/eesti-pank-annual-report-2011>

Eesti Pank Annual Report: 2012 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2013 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2012/eesti-pank-annual-report-2012>

Eesti Pank Annual Report: 2013 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2014 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2013/eesti-pank-annual-report-2013>

Eesti Pank Annual Report: 2014 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2015 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2015/eesti-pank-annual-report-2014>

Eesti Pank Annual Report: 2015 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2016 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2016/eesti-pank-annual-report-2015>

Eesti Pank Annual Report: 2016 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2017 [cit. 2018-03-10]. ISSN 2382-8811. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publication/annual-report/2017/eesti-pank-annual-report-2016>

Estonia's Ballance of Payments yearbook: 2008 [online]. Talinn: Eesti Pank, 2009b [cit. 2018-10-11]. Dostupné z: <https://www.eestipank.ee/en/publications/series/balance-of-payments-international-investment-position/quarterly-balance-of-payments>

Estonsko má místo ropy břidlici. *Business Info: Oficiální portál pro podnikání a export* [online]. Czech Trade, 2016 [cit. 2018-03-17]. Dostupné z: <https://www.businessinfo.cz/cs/clanky/estonsko-ma-misto-ropy-bridlici-84392.html>

Estonsko: Základní charakteristika teritoria, ekonomický přehled. *Business Info: Oficiální portál pro podnikání a export* [online]. Czech Trade, 2017 [cit. 2018-03-17]. Dostupné z: <https://www.businessinfo.cz/cs/clanky/estonsko-zakladni-charakteristika-teritoria-18002.html>

Functions and activities of the Fiscal Council. *Eelarvenõukogu: Fiscal council* [online]. Tallinn [cit. 2018-11-09]. Dostupné z: <https://eelarvenoukogu.ee/about-the-council/functions-and-activities>

House price index and value of housing transactions (prc_hpi_inx). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-11-23]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_inx_esms.htm

Income, expenses, supply, profit: Tax rates. *Republic of Estonia: Tax and Customs Board* [online]. 2018 [cit. 2018-09-28]. Dostupné z: <https://www.emta.ee/eng/business-client/income-expenses-supply-profits/tax-rates>

Jaké jsou režimy měnové politiky? *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

Kritéria konvergence. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html

KRUGMAN, Paul. Baltic Brouhaha. *The New York Times: The opinion pages* [online]. The New York Times, 2013 [cit. 2018-10-21]. Dostupné z: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/05/01/baltic-brouhaha/>

KRUGMAN, Paul. Estonian Rhapsody. *The New York Times: The opinion pages* [online]. The New York Times, 2012 [cit. 2018-10-21]. Dostupné z: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/05/01/baltic-brouhaha/>

Last year the General Government debt leaped up. *Eesti Statistika* [online]. 2013, 29.3.2013 [cit. 2018-11-09]. Dostupné z: <https://www.stat.ee/dokumendid/68535>

Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-11-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

NATO's Enhanced Forward Presence. *NATO: Factsheet* [online]. 2018 [cit. 2018-03-24]. Dostupné z: https://www.nato.int/nato_static_fl2014/assets/pdf/pdf_2018_02/20180213_1802-factsheet-efp.pdf

SYNEK, Miloslav, Helena SEDLÁČKOVÁ a Hana VÁVROVÁ. Jak psát diplomové a jiné písemné práce [online]. Vysoká škola ekonomická v Praze: Fakulta podnikohospodářská, 2002, 59 s [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://kp.vse.cz/wp-content/uploads/Jak-psat-diplomove-bakalarske-prace.pdf>

Tax and Customs Policy: Structure of tax burden. *Rahandusministerium: Ministry of Finance of Estonia* [online]. Aktualizováno 16. srpna 2017 [cit. 2018-09-28]. Dostupné z: <https://www.rahandusministeerium.ee/en/tax-and-customs-policy>

Unemployment - LFS adjusted series (une). *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-11-24]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/une_esms.htm

Datové zdroje

Construction volume index, 2015=100. (CO0014). *Eesti Statistika* [online]. 2018 [cit. 2018-10-06]. Dostupné z: http://pub.stat.ee/px-web.2001/I_Databas/Economy/05Construction/03Construction_volume_indices/03Construction_volume_indices.asp

Estonian kroon daily fixings: History. *Eesti Pank* [online]. 2018 [cit. 2018-05-15]. Dostupné z: <http://statistika.eestipank.ee/#/en/p/VALUUTA>

Emigration by age group, sex and citizenship: (migr_emi1ctz). *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-10-31]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=migr_emi1ctz&lang=en

Final consumption aggregates by durability: (nama_10_fcs) . *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-07-11]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_10_fcs&lang=en

GDP and main components (output, expenditure and income): (nama_10_gdp). *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_10_gdp&lang=en

GDP and main components (output, expenditure and income): (namq_10_gdp) . *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-07-12]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_10_gdp&lang=en

Government deficit/surplus, debt and associated data: (gov_10dd_edpt1). *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-08-28]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en

HICP (2015 = 100) - annual data (average index and rate of change):
(prc_hicp_aind). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-09-29].
Dostupné z:
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_aind&lang=en

HICP (2015 = 100) - monthly data (index): (prc_hicp_midx). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-07-18]. Dostupné z:
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_midx&lang=en

HICP (2015 = 100) - monthly data (12-month average rate of change)
[prc_hicp_mv12r]. *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30].
Dostupné z:
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_mv12r&lang=en

Immigration by age, sex and broad group of citizenship: (migr_imm2ctz). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-10-31]. Dostupné z:
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=migr_imm2ctz&lang=en

Main Balance of Payments and International Investment Position items as share of GDP
(BPM6) (bop_gdp6_q). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-11-01].
Dostupné z:
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_gdp6_q&lang=en

Official interest rates: Key ECB interest rates. *European Central Bank* [online]. 2018
[cit. 2018-09-27]. Dostupné z:
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Output gaps. *OECD Economic Outlook* [online]. Paris: OECD Publishing, 2017, 2017(2) [cit. 2018-07-08]. Dostupné z: https://doi-org.zdroje.vse.cz/10.1787/eco_outlook-v2017-2-table181-en

Population figure and composition (PO021). *Eesti Statistika* [online]. 2018 [cit. 2018-03-17]. Dostupné z: http://pub.stat.ee/px-web.2001/I_Databas/Population/01Population_indicators_and_composition/04Population_figure_and_composition/04Population_figure_and_composition.asp

Purchasing power parities (PPPs), price level indices and real expenditures for ESA 2010 aggregates. *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-07-07]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=en

Quarterly non financial accounts of general government: (gov_10q_ggnfa). *European Comission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-10-19]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10q_ggnfa&lang=en

Transactions in real estate. (RS 111). *Eesti Statistika* [online]. 2018 [cit. 2018-07-21]. Dostupné z: http://pub.stat.ee/px-web.2001/I_Databas/Economy/26Real_estate/11Transactions_in_real_estate/11Transactions_in_real_estate.asp

Transactions in real estate. (RS 131). *Eesti Statistika* [online]. 2018 [cit. 2018-07-22]. Dostupné z: http://pub.stat.ee/px-web.2001/I_Databas/Economy/26Real_estate/11Transactions_in_real_estate/11Transactions_in_real_estate.asp

Unemployment by sex and age - annual average: (une_rt_a). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-09-29]. Dostupné z:

http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_a&lang=en

Unemployment by sex and age - monthly average: (une_rt_m). *European Commission: Eurostat* [online]. 2018 [cit. 2018-09-22]. Dostupné z:

http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_m&lang=en

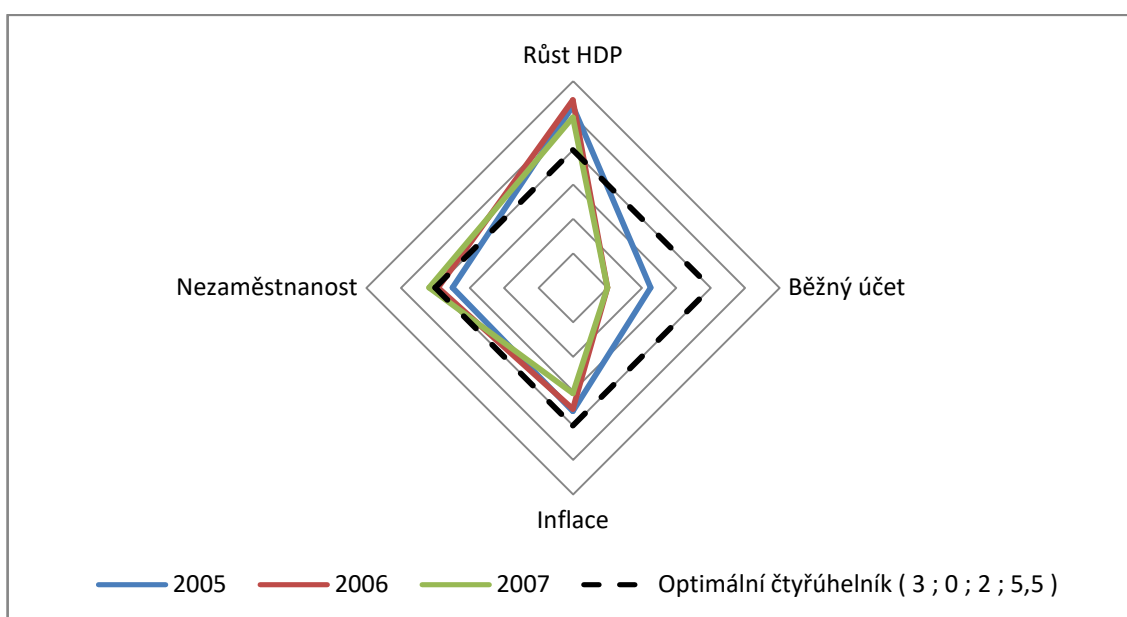
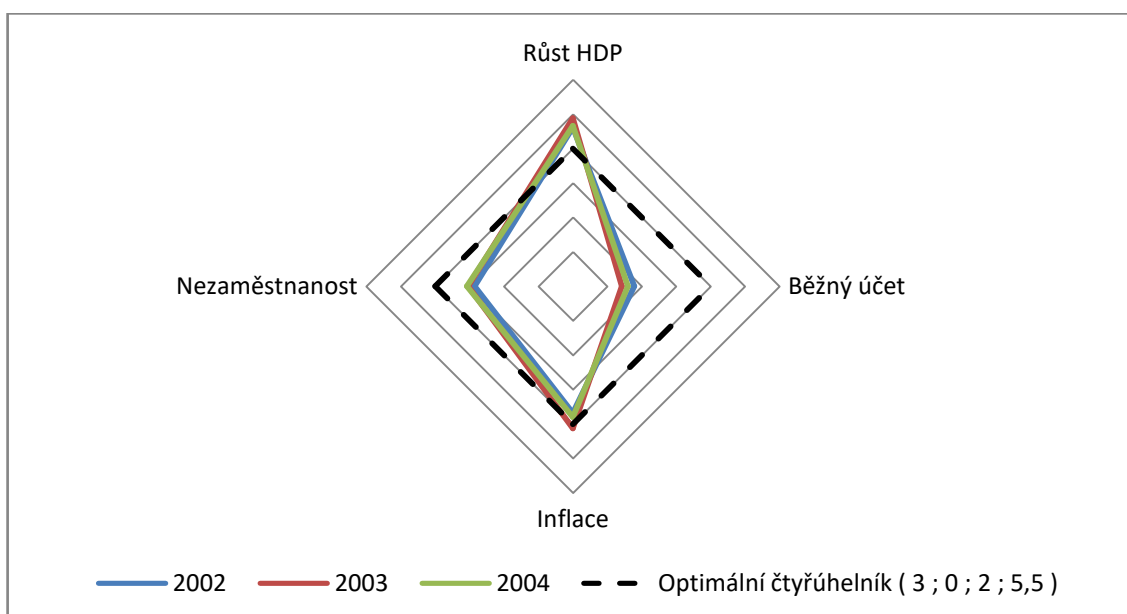
Přílohy

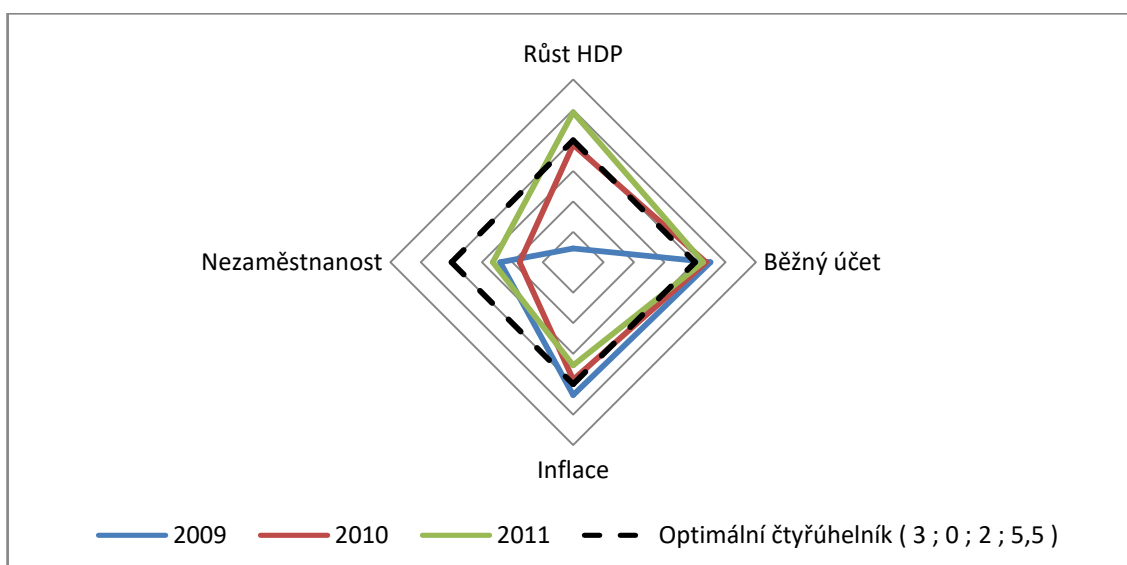
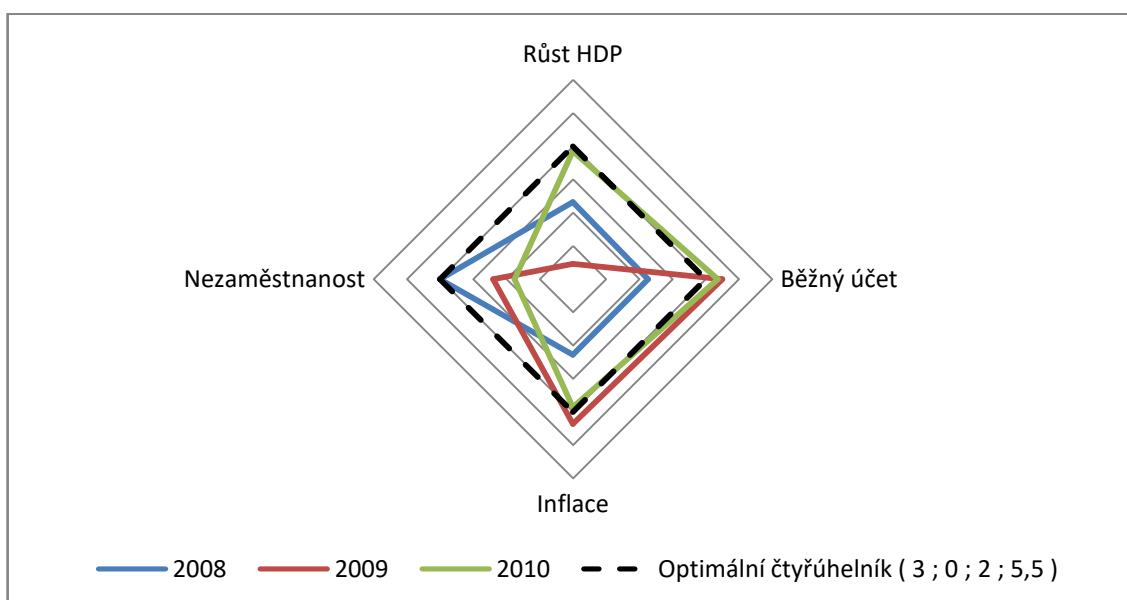
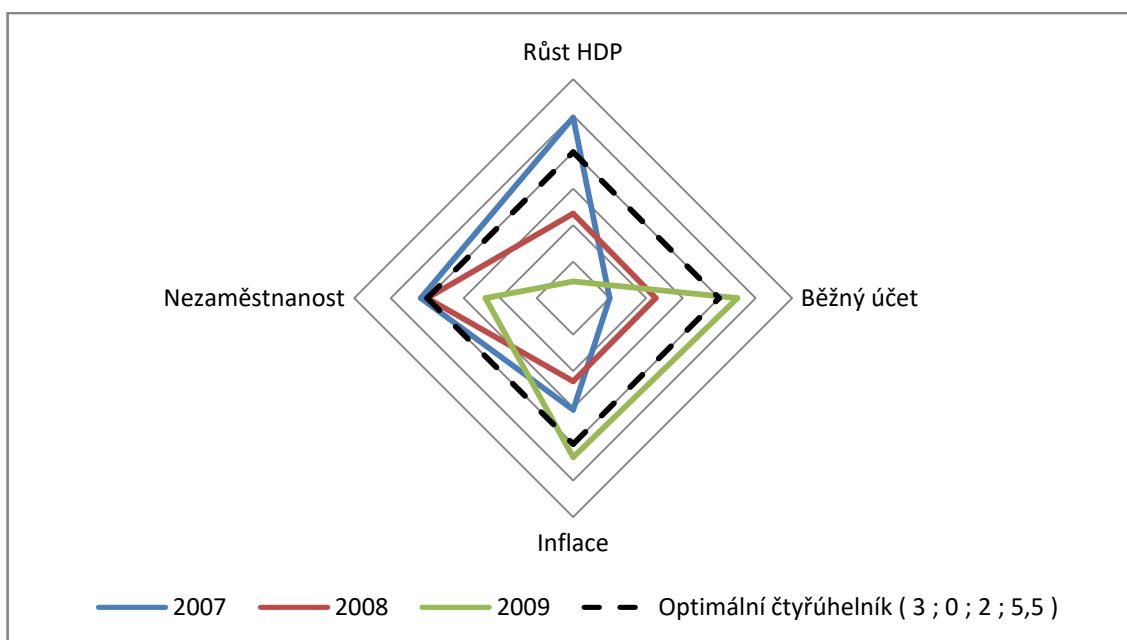
Příloha č. 1 Srovnání obsahu magických čtyřúhelníků oproti optimálnímu

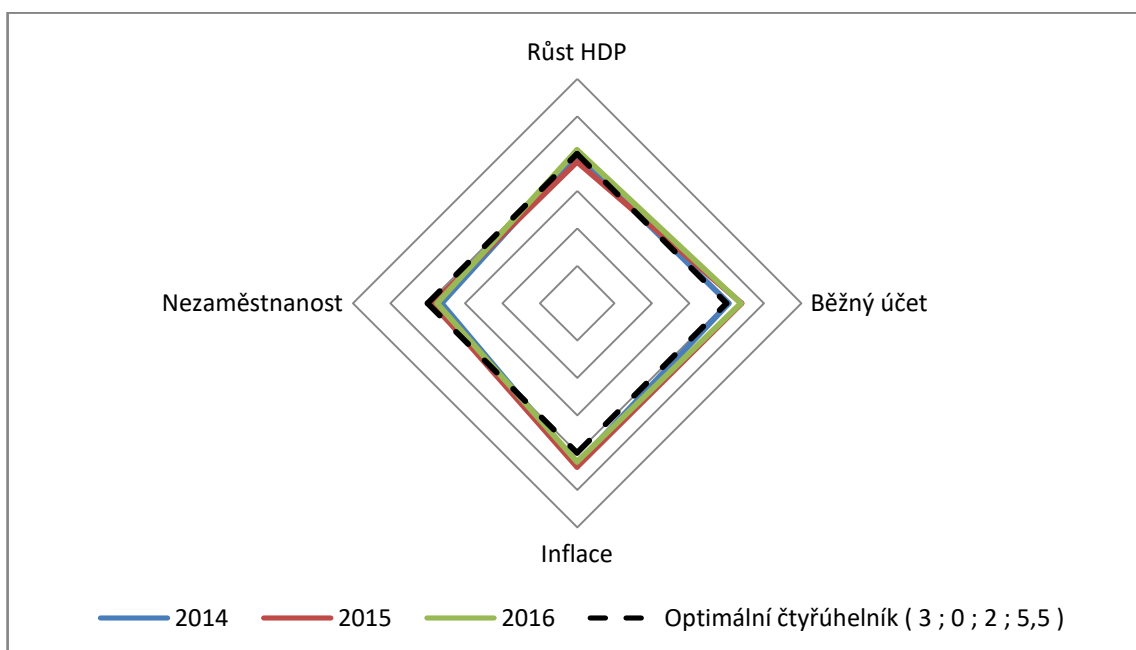
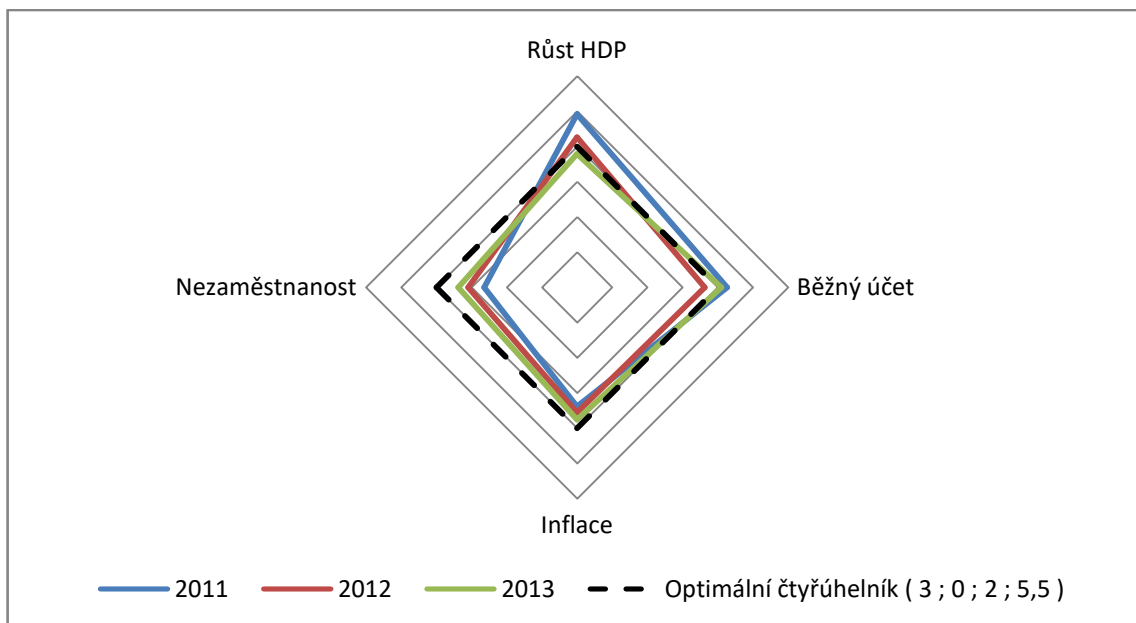
	Optim.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Poměr obsahu	100%	60,1%	62,7%	61,9%	79,7%	69,0%	64,8%	45,0%
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Poměr obsahu	51,9%	73,7%	89,5%	82,1%	88,2%	99,3%	105,3%	105,8%

Zdroj: Eurostat (GDP and main components; HICP - annual, Main ballance of payments, Unemployoment - annual); vlastní výpočty zpracování

Příloha č. 2 Srovnání magických čtyřúhelníků mezi vybranými lety







Zdroj: Eurostat (GDP and main components; HICP - annual, Main ballance of payments, Unemployoment - annual); vlastní výpočty zpracování