



TOHLE JE EVROPSKÁ FUNKCE INVESTIČNÍ STABILIZACE TOHLE JE

KATEŘINA MILICHOVÁ
katerina.milichova@amo.cz



Pražský studentský summit

Pražský studentský summit je unikátní vzdělávací projekt existující od roku 1995. Každoročně vzdělává přes 300 studentů středních i vysokých škol o současných globálních tématech, a to především prostřednictvím simulace jednání tří klíčových mezinárodních organizací – OSN, NATO a EU.



studentsummit.cz



instagram.com/praguestudentsummit



summit@amo.cz



twitter.com/studentsummit



facebook.com/studentsummit



youtube.com/studentsummit

Asociace pro mezinárodní otázky (AMO)

AMO je nevládní nezisková organizace založená v roce 1997 za účelem výzkumu avzdělávání v oblasti mezinárodních vztahů. Tento přední český zahraničně politický think-tank není spjat s žádnou politickou stranou ani ideologií. Svou činností podporuje aktivní přístup k zahraniční politice, poskytuje nestrannou analýzu mezinárodního dění a otevírá prostor k fundované diskusi.

Kateřina Milichová

Autorka je spolupracovnicí Asociace pro mezinárodní otázky a členkou přípravného týmu Pražského studentského summitu.

Autor: Kateřina Milichová

Imprimatur: Martin Hvězda, Jakub Kopřiva,
Kryštof Kruliš, František Novotný

Jazyková úprava: Dalibor Stehno, Tereza Novotná,
Vojtěch Domín

Sazba: Andrea Tunysová

Grafická úprava: Jaroslav Kopřiva

**Vydala Asociace pro mezinárodní otázky (AMO)
pro potřeby XXIV. ročníku Pražského studentského
summitu.**

© AMO 2018

Asociace pro mezinárodní otázky (AMO)

Žitná 27, 110 00 Praha 1

Tel.: +420 224 813 460, e-mail: summit@amo.cz

IČ : 65 99 95 33

www.amo.cz

www.studentsummit.cz

1 Úvod	— 3
2 Hospodářská a měnová unie (principy a fungování)	— 3
2.1 Konvergenční kritéria	— 4
2.2 Mechanismus směnných kurzů (ERM II)	— 4
2.3 Evropská centrální banka	— 5
3 Stabilizační mechanismy a prvky evropského veřejného rozpočtu	— 5
3.1 Pakt stability a růstu	— 5
3.2 Evropský nástroj finanční stability a Evropský mechanismus finanční stability jako předchůdci Evropského stabilizačního mechanismu	— 6
3.3 Evropský stabilizační mechanismus	— 6
4 Veřejný rozpočet EU	— 6
5 Odůvodnění návrhu funkce evropské finanční stabilizace	— 7
6 Návrh nařízení EISF – způsoby a formy pomoci	— 8
6.1 Fond na podporu stabilizace a subvence úrokových sazeb	— 9
7 Podmínky pro poskytnutí pomoci z nástroje EISF	— 9
7.1 Kvalita systémů a postupů v oblasti správy veřejných financí	— 10
8 Závěr	— 10
Otázky pro jednání	— 12
Doporučené zdroje	— 12
Seznam použitých zdrojů	— 13

1 Úvod

V letech evropské dluhové krize, tedy v letech 2010–2015, se více než kdy jindy v minulosti projevil významné rozdíly v odolnosti ekonomik jednotlivých členských států Evropské unie vůči ekonomickým otřesům. Ukázalo se, že míra hospodářské diverzity mezi státy eurozóny je významnou slabinou ekonomické měnové integrace. S cílem reflektovat tyto události a zároveň v budoucnu předcházet podobným negativním dopadům, vznikly či byly reformovány preventivní a záchranné mechanismy pro případ budoucích ekonomických krizí. Jejich primárním cílem bylo stanovení takových pravidel, díky kterým by byla Evropská unie schopna detekovat potenciální nebezpečí, popřípadě pružně a efektivně reagovat na ekonomickou krizi.

Návrh nařízení o zřízení evropské funkce investiční stabilizace pojednává o zřízení záchranného mechanismu v rámci rozpočtu Evropské unie postaveného na vzniku společného fondu, který by se stal zdrojem pomoci postiženým zemím.¹ Přijetí návrhu nařízení by mělo zejména přímý dopad na formování evropského rozpočtového rámce pro období 2021–2027. Cílem backgroundu, který právě čtete, je primárně vysvětlit princip financování tohoto ekonomického nástroje a jeho předpokládané využití v případě krize v návaznosti na obecné přiblížení fungování dalších mechanismů a složek stabilizačních

nástrojů Evropské unie.

Nástroj investiční stabilizace nicméně není určen pro všechny členské státy Evropské unie. Pomoc z tohoto nástroje mohou žádat členské státy eurozóny, popřípadě ty členské státy, které přistoupily k mechanismu směnných kurzů ERM II za předpokladu souhlasu členů ERM II (viz níže). Dále je tento nástroj určen pro státy Hospodářské a měnové unie, které splnily tzv. konvergenční kritéria a jejichž měnou je euro, popřípadě jsou na cestě k jeho přijetí a vstoupily již do mechanismu ERM II. Tento požadavek tak splňuje všech 19 členských států Evropské unie, které jsou rovněž členy eurozóny. Mimo působnost tohoto nařízení naopak stojí země s trvalou výjimkou pro zavedení společné měny (Velká Británie a Dánsko) a také ostatní členské země Evropské unie, které dosud nespĺnily všechna konvergenční kritéria pro vstup do eurozóny, ani nejsou součástí mechanismu ERM II.² Do této skupiny patří vedle České republiky také Bulharsko, Chorvatsko, Švédsko, Maďarsko, Polsko a Rumunsko.³

Zároveň otázka zřízení nástroje investiční stabilizace úzce souvisí s veřejným rozpočtem Evropské unie, ze kterého by byly poskytovány půjčky postiženým státům. V rámci tohoto dokumentu je proto zpracována jak kapitola o Hospodářské a měnové unii, tak kapitola o veřejném rozpočtu Evropské unie.

2 Hospodářská a měnová unie (principy a fungování)

Hospodářská a měnová unie (dále jen „HMU“) představuje v dnešní podobě vrcholný stupeň ekonomické integrace zemí EU. Cílem je podpora efektivního fungování vnitřního trhu, a tedy usilování o naplnění závazků vyplývajících ze *Smlouvy o Evropské unii*, jako je vyvážený hospodářský růst, cenová stabilita a ve svém důsledku vytváření ideálních podmínek pro zvyšování kvality života občanů Evropské unie.⁴ Sjednocený postup v hospodářské a měnové oblasti má však pozitivně působit nejen v rámci samotné Unie, ale také vůči obchodním partnerům stojícím mimo EU.

Realizace měnové unie se uskutečnila ve třech fázích, přičemž první dvě můžeme označit jako přípravné,⁵ třetí fáze pak byla spojena se samotným zavedením jednotné měny k 1. 1. 1999 v 11 členských zemích.⁶ Do třetí fáze se do této

chvilě (září 2018) zapojilo 19 členských států. Jednotná měna znamená pro členské státy zjednodušení a zrychlení platebního styku v rámci Unie, a tedy naplnění představ a cílů vnitřního trhu, ve kterém se naplno využívá výhod volně se pohybujícího kapitálu. Zároveň jednotná měna poskytuje ekonomickou výhodu ve vztahu k třetím subjektům, které tak mají jistotu dlouhodobé stability měny při plánování svých investic.

Je však také potřeba říci, že, s ohledem na různorodost jednotlivých ekonomik členských států, s sebou může jednotná měna přinést také negativa. Argumentem proti jejímu zavedení se jeví mimo jiné přesun pravomoci v měnové oblasti na Evropskou centrální banku, která představuje nadnárodní instituci uplatňující jednotnou měnovou politiku ve prospěch celé měnové unie.⁷ Podle odpůrců by tak například Česká re-

publika neměla k dispozici vhodná opatření, kterými by mohla adekvátně reagovat na případnou finanční krizi. Ztratila by tak přímý vliv na měnovou politiku, do níž patří cílování inflace nebo ovlivňování směnných kurzů. Potřeba odlišných opatření, v porovnání s opatřeními celounijními, vyplývá ze specifčnosti české ekonomiky, kvůli které je Česká republika v porovnání s EU ohrožena jiným způsobem.⁸ Připravované

nařízení je proto do jisté míry kompenzačním nástrojem, který má za úkol stabilizovat ekonomiku dané země v případě tzv. **asymetrického ekonomického otřesu**. Účelem navrhovaného fondu by proto bylo dát postiženému státu prostředky, které zmírní následky toho, že nemůže vést vlastní měnovou politiku, a to formou půjčky back-to-back a subvence úrokových sazeb (viz níže).

2.1 Konvergenční kritéria

Součástí záruk stability měny jsou mimo jiné vstupní kritéria pro členské země usilující o vstup do eurozóny, tzv. **konvergenční kritéria** (nebo Maastrichtská kritéria). Jedná se o taková kritéria, která stát, který chce vstoupit do eurozóny, musí naplnit. Jde tedy o podmínky, které mají zajistit, že uchazečský členský stát je v dostatečně dobré hospodářské kondici k tomu, aby přijal společnou měnu - euro. Tyto podmínky jsou stanoveny proto, aby vstup žádajícího státu nepředstavoval ekonomické riziko ať už pro eurozónu, tak pro samotný stát.⁹

Relevantními ustanoveními pro určení konvergenčních kritérií jsou zejména čl. 140 *Smlouvy o fungování Evropské unie* (dále jen „SFEU“) a také články připojeného protokolu č. 13 *O kritériích konvergence*, který dále specifikuje požadavky pro splnění konvergence. Jsou to:

- „dosažení vysokého stupně cenové stability patrného z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“ – tento požadavek je dále rozveden v čl. 1 protokolu *O kritériích konvergence*.
- „dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevykazujících nad-

Asymetrický ekonomický otřes

Asymetrickým ekonomickým otřesem se rozumí taková ekonomická krize, která postihuje celé území Evropské unie, přičemž reakce ekonomik jednotlivých členských států mohou mít nejen odlišnou formu, ale rovněž intenzitu. To vyplývá ze struktury ekonomik jednotlivých členských států. Pro postižený členský stát znamená takový otřes obrovské ekonomické problémy, na celounijní úrovni nicméně nemusí mít tak zdrcující dopad. Ekonomika jednotlivých zemí je samozřejmě ovlivňována více faktory. Vedle politického zázemí či fiskální politiky jsou jejich ekonomiky ovlivňovány právě měnovou politikou. Státy s vlastní měnou mají k dispozici tzv. měnově-politické nástroje (například operace na volném trhu či výše minimálních povinných rezerv), pomocí nichž mohou ovlivňovat svou ekonomiku, zatímco státy eurozóny pravomocně v oblasti měnové politiky převedly na Evropskou centrální banku, jak je rozvedeno níže.

měrný schodek ve smyslu čl. 126 odst. 6“

- „dodržování normálního fluktučního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvací vůči euru“ – stabilita směnného kurzu v souladu s ERM II (viz níže)
- „stálost konvergence dosažené členským státem, na který se vztahuje výjimka, a jeho účasti v mechanismu směnných kurzů, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb.“¹⁰

2.2 Mechanismus směnných kurzů (ERM II)

Jedním z konvergenčních kritérií pro účast v třetí etapě HMU je udržování stabilního měnového kurzu dle **Mechanismu směnných kurzů**, známého jako ERM II. Vstup do ERM II je učiněn dohodou mezi členským státem na jedné straně a Evropskou centrální bankou, zeměmi eurozóny a ostatními členy ERM II na straně druhé. Účast na tomto mechanismu a zároveň splnění podmínky stability měnového kurzu je pro přijetí eura povinná, jak vyplývá z výše zmíněného čl. 140 SFEU. Cílem

ERM II je „fixace zúčastněných měn na euro v rámci tzv. fluktučního pásma. Měna účastníci se v ERM II má stanovenou centrální paritu oproti euru a šíří fluktučního pásma pro pohyb devizového kurzu.“¹¹ Jinak řečeno cílem je maximálně možné přiblížení kurzu domácí měny k euru tak, aby se ekonomika daného státu připravila na vstup do eurozóny. Tato fixace na kurz eura je vázána na podmínku udržení domácí měny v povoleném fluktučním pásmu vůči stanovenému střednímu kurzu.

Flukuační pásmo je stanoveno na $\pm 15\%$, hranici však lze v případě potřeby snížit. Samotná účast států v ERM II však

není zárukou splnění konvergenčního kritéria stability směnného kurzu.

2.3 Evropská centrální banka

Jak již bylo zmíněno výše, hlavní činnost v rámci společné měnové politiky zemí eurozóny vykonává Evropská centrální banka (dále jen „ECB“). Ta spolu s národními centrálními bankami tvoří tzv. **Evropský systém centrálních bank** (dále jen „ESCB“). ESCB se řídí tzv. statutem ESCB a ECB přičemž je nutno podotknout, že tento Statut upravuje také tzv. Eurosystem, který je tvořen ECB a národními centrálními bankami zemí, jejichž měnou je euro. V praxi se však více využívá pojmu ESCB, neboť se předpokládá, že všechny země postupně přijmou společnou měnu.¹²

ECB byla *Maastrichtskou smlouvou* přiznána právní subjektivita. Může tedy mimo jiné uzavírat v souvislosti se svou činností

ve vymezené působnosti mezinárodní smlouvy, vystupovat před soudy, nabývat či zcizovat majetek. Ve své činnosti se řídí *Protokolem o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky*, známého jako Statut ESCB v souladu s hospodářskou a měnovou politikou Unie, jak vyplývá z čl. 119 SFEU. Statut ESCB také konkrétně stanoví pravomoc tohoto orgánu, čímž rozvádí cíle vymezené v čl. 127 a násl. SFEU. Primárním cílem ECB je udržování cenové stability v zemích eurozóny, jak vyplývá z čl. 127 odst. 1 SFEU a dále podpora hospodářské politiky v Unii tak, aby byly naplněny cíle stanovené v čl. 3 *Smlouvy o Evropské unii*.

3 Stabilizační mechanismy a prvky evropského veřejného rozpočtu

V souladu s politikou společného trhu, potažmo společné měny, bylo potřeba, aby členské státy, zejména státy patřící do eurozóny, ochránily stabilitu společného vnitřního trhu a společné měny. Proto postupně vytvořily takové mechanismy a instituty, jejichž primární úlohou byla ochrana unijní stability. Vedle konvergenčních kritérií, které sledují vitálnost jednotlivých ekonomik před vstupem do eurozóny, tak fungují mechanismy, které dle svých pravomocí plní primárně preventivní a varovnou funkci, či naopak takové, které řeší nastalé ekonomické výkyvy

v jednotlivých zemích.

V souvislosti s evropskou dluhovou krizí je však, mimo níže popsané mechanismy, které byly zřízeny členskými státy EU, potřeba rovněž zmínit také **Mezinárodní měnový fond** (MMF). Ten představuje mezinárodní organizaci, jejímž účelem je podpora mezinárodní měnové spolupráce a devizové stability, ale také pomoc státům, které mají potíže s platební bilancí. O pomoc můžou MMF žádat pouze jeho členové, kterých je v současné době 189. Všechny členské země Evropské unie jsou zároveň členy MMF.

3.1 Pakt stability a růstu

S ohledem na požadavek stability v rámci HMU bylo potřeba vytvořit taková fiskální pravidla platící pro členské státy, která by zamezila možným výkyvům ve stabilitě hospodářství těchto států a primárně potom společné měny. V návaznosti na konvergenční kritéria proto formou dvou základních nařízení a rozhodnutí vznikl tzv. **Pakt stability a růstu (Stability and Growth Pact – SGP)**. Pravidla, která SGP nastavil, se dělí na preventivní a varovnou složku.¹³

V případě preventivních kroků k udržení stability se jedná

zejména o předkládání programů stability (země eurozóny), nebo konvergenční programy (země mimo eurozónu) představující jejich střednědobé cíle, tedy sledování vývoje udržitelnosti veřejných financí dané země, což se pojí s požadavkem vyrovnaného rozpočtu (případně s rozpočtovým přebytkem). Tento systém se nazývá „early warning procedure“.¹⁴

Naproti tomu varovná složka SGP, upravená v druhém nařízení Rady č. 1467/1997 již pracuje se vznikem nadměrného schodku státního rozpočtu. Takovýto nadměrný schodek je de-

finován jako:

- rozpočtový deficit s výší nad 3 % HDP nebo
- státní dluh ve výši přesahující 60 % HDP

Následujícím krokem je rozhodnutí Rady Evropské unie pro hospodářské a finanční záležitosti tzv. ECOFIN. Tímto rozhodnutím ECOFIN konstatuje, že se v daném případě jedná o nadměrný schodek. Rozhodnutí je následované doporučením pro daný stát, jak nastalou situaci řešit, a termínem, do kdy musí být stanovených cílů dosaženo. V případě nesplnění daných pod-

mínek má Evropská komise k dispozici sankce, jejichž podoba je ovlivněna způsobem a závažností porušení stanovených podmínek.¹⁵

K Radě pro hospodářské a finanční záležitosti (ECOFIN)

Jedná se o seskupení Rady EU, které je složeno z ministrů financí členských států. ECOFIN odpovídá za hospodářskou politiku, daňové otázky, finanční trhy, pohyby kapitálu a hospodářské vztahy mezi EU a třetími zeměmi. Na starost má rovněž roční veřejný rozpočet EU.

3.2 Evropský nástroj finanční stability a Evropský mechanismus finanční stability jako předchůdci Evropského stabilizačního mechanismu

Evropská unie ve snaze eliminovat negativní dopady ekonomické krize od roku 2010 zřídila několik nástrojů, jejichž úkolem byla stabilizace veřejných prostředků zemí dotčených krizí. Tyto nástroje se postupně přetvořily do Evropského stabilizačního mechanismu (dále jen „ESM“). Jako předchůdce ESM tak musíme zmínit **Evropský nástroj finanční stability** (dále „EFSF“) a **Evropský mechanismus finanční stability** (dále „EFSM“). EFSF byl nástroj vytvořený v roce 2010 a představoval dočasný způsob řešení ekonomické krize, která od

roku 2008 postihla země eurozóny. Jako záchranný mechanismus vystupoval v případech finanční pomoci postiženým zemím do roku 2012, kdy byl nahrazen právě ESM. EFSM byl naproti tomu vytvořen pro potřeby Evropské komise, která tak získala pravomoc i prostředky pro řešení finanční situace ohrožených států Unie po roce 2010. Také tento nástroj byl ve většině svých pravomocí nahrazen nástrojem ESM, stále se však v určitých případech podílí na finanční pomoci a krátkodobé podpoře likvidity z rozpočtových zdrojů EU.

3.3 Evropský stabilizační mechanismus

S ohledem na ekonomický vývoj od roku 2008 vznikl v roce 2012 v rámci reflexe událostí tzv. **Evropský stabilizační mechanismus** (známý pod zkratkou ESM nebo jako tzv. „euroval“). Tato finanční instituce vznikla v reakci na vleklou finanční krizi, jedná se nicméně o trvalý mechanismus pro řešení krizí financovaný mimo rozpočet EU, který se má stát účinným stabilizačním nástrojem i v případě budoucích ekonomických otřesů. Tento mechanismus vznikl na základě mezinárodní smlouvy mezi státy eurozóny, jeho vznik byl nicméně spjat se změnou primárního práva EU, a to konkrétně změnou článku

136 v bodě 3 SFEU - „Členské státy, jejichž měnou je euro, mohou zavést mechanismus stability, který bude aktivován v případech, kdy to bude nezbytné k zajištění stability eurozóny jako celku“ rozhodnutím 2011/199/EU.¹⁶ Primárním cílem ESM je ochrana solventnosti členských států eurozóny, poskytují proto finanční prostředky ve formě půjček či nákupu státních dluhopisů zasažené země za předpokladu splnění přísných podmínek. Ve své činnosti úzce spolupracuje s Mezinárodním měnovým fondem. V současné době se počítá s tím, že tento nástroj bude přeměněn v tzv. **Evropský měnový fond**.

4 Veřejný rozpočet EU

Plánovaným zdrojem finančních prostředků projednávaného nástroje evropské funkce investiční stabilizace je právě veřejný rozpočet EU. Tato kapitola má proto stručně objasnit, jakým způsobem veřejný rozpočet EU funguje a z čeho se skládá.

Veřejný rozpočet EU představuje pouze přibližně 1 % celko-

vého HDP EU. Je tak poměrně malý, a to nejen svou velikostí, ale rovněž s ohledem na omezení, kterým je zejména požadavek na každoroční vyrovnanost rozpočtu. Jeho příjmy jsou tvořeny vlastními zdroji Evropské unie (např. cla z obchodu se třetími zeměmi), podílem na dani z přidané hodnoty, podílem z hrubého

národního důchodu členských států a dalších. Jeho hospodářský a strategický dopad na rozvoj některých evropských regionů a členských států je nicméně zcela neoddiskutovatelný. U některých členských států představují evropské strukturální a investiční fondy více než polovinu celkových veřejných investic.

Samotný rozpočet EU se skládá z mnoha finančních nástrojů, jako například z výše zmiňovaných strukturálních a investičních fondů. Tyto nástroje mají nejen podporovat rozvoj v členských státech EU, ale také podpořit konvergenci mezi jednotlivými ekonomikami. To souvisí se snahou o nastolení takových podmínek, které jsou optimální pro další prohlubování spolupráce mezi členskými zeměmi, typicky prohlubování hospodářské a měnové unie, a tedy silnější provázání a sblížování ekonomik jednotlivých států. To však s sebou nese také svá úskalí ve

formě ekonomických otřesů, které mohou ohrozit EU jako celek. V omezeném rozsahu na možné ekonomické otřesy na vnitrostátní úrovni reaguje například Iniciativa na podporu zaměstnanosti mladých lidí, Fond solidarity Evropské unie či Evropský fond pro přizpůsobení se globalizaci. Vedle zdrojů plynoucích z rozpočtu EU zde máme také podporu Evropské investiční banky (např. podpora zaměstnanosti), která působí v rámci institucionálního rámce EU, nebo výše zmíněné ESM. Přesto se však jedná spíše o podporu mikroekonomického rázu, makroekonomická stabilizace rozpočtem EU financována doposud nebyla.

Jedním z bodů navrhovaných změn rozpočtu EU je proto také upevnění a zdůraznění stabilizační funkce, a to i makroekonomického rázu. Cílem této stabilizace je zachování vnitrostátních úrovní investic i v případě ekonomických otřesů.

5 Odůvodnění návrhu funkce evropské finanční stabilizace

Evropská komise v souvislosti s prodělanou finanční krizí vypracovala několik možných scénářů, jak do budoucna stabilizovat hospodářskou situaci zemí eurozóny či zemí, které se účastní ERM II, v případě asymetrických otřesů ekonomiky. Eurosystem v současné podobě nemá k dispozici účinný nástroj, který by mírnil asymetrické otřesy. A zároveň země eurozóny ne-

mají svou vnitro-

státní měnovou politiku, neboť hospodářská a měnová politika má celounijní rozměr. Jak bylo zmíněno výše, měnová politika zemí eurozóny byla převzata ECB, která prosazuje zájmy EU jako celku, země platící eurem jsou tak omezeny v uplatňování účinných nástrojů pro řešení vnitrostátní finanční krize. Je důležité zmínit, že případná nečinnost EU v době ekonomické krize by měla fatální důsledky pro unijní hospodářskou a sociální soudržnost. Dále by nebyly naplněny cíle konvergence mezi státy EU, což by ohrožovalo Evropskou unii jako celek.

Jako efektivní a zároveň politicky nejpřijatelnější řešení se ukázalo zřízení stabilizačního nástroje Evropské funkce investiční stabilizace (dále jen „EISF“). Tento rozpočtový nástroj stabilizace má za úkol při splnění definovaných podmínek podporovat stát, který požádá o pomoc z tohoto nástroje, a to v případě, že nastalou situaci nelze vyřešit na vnitrostátní úrovni.

“ Eurosystem v současné podobě nemá k dispozici účinný nástroj, který by mírnil asymetrické otřesy. ”

EISF doplňuje v souladu s politikou soudržnosti již stávající nástroje veřejných financí EU s mikroekonomickým dopadem (jako jsou například fondy financování zaměstnanosti, růstu investic apod. z rozpočtu EU). Zároveň je navrhovaným nařízením o zřízení evropské funkce investiční stabilizace (dále jen „nařízení o EISF“) zřizován také tzv. **Fond na podporu stabilizace** (viz níže).

Hlavním účelem navrhovaného nástroje je ochrana veřejných investic postiženého státu v jeho prioritních sektorech (pokud bychom příklad vztáhli na Českou republiku, jednalo by se typicky o automobilový průmysl), a to za splnění předem stanovených podmínek pro aktivaci a podmínek způsobilosti. Je určen pro členské státy eurozóny a státy, které přistoupily k ERM II, na základě kladného rozhodnutí členů ERM II. Jedná se tedy o makroekonomickou stabilizaci fungující mimo strukturální fondy, která má za úkol ochraňovat veřejné investice v případě rozsáhlých asymetrických otřesů.¹⁷ V kooperaci s ESM (v budoucnu s právním nástupcem ESM - Evropským měnovým fondem) a případně Pojistným mechanismem má v případě krize pomáhat překonat vzniklou situaci a naplnit tak svou stabilizační funkci.

Tento nástroj musí při své činnosti naplňovat následující:

- nástroj EISF je součástí právního rámce EU;

- Komise důsledně dbá na snižování morálního hazardu a zamezovat trvalému využívání nástroje EISF státy eurozóny;
- nařízení jasně vymezuje přísná kritéria pro poskytnutí pomoci dotčeným státům, přičemž postoj EISF ke všem žádajícím státům je neutrální – všechny žádající státy mají stejné šance k získání pomoci; snaha vést k větší konvergenci v rámci eurozóny;
- hlavními zásadami EISF je otevřenost a transparentnost vůči všem státům EU;
- role EISF nesmí být zdvojená s rolí ESM (v budoucnu EMF).¹⁸

Krátce k Pojistnému mechanismu

Jedním z navrhovaných scénářů Evropské komise pro funkci stabilizace bylo zřízení tzv. Pojistného mechanismu. Podstata tohoto stabilizačního nástroje spočívá ve zřízení fondu, který by shromažďoval pravidelné příspěvky členských států. V případě asymetrického otřesu by postižený stát získal podporu z tohoto fondu ve formě výplat/grantu. Evropská komise od tohoto scénáře nakonec upustila, neboť dospěla k názoru, že na tomto řešení není mezi členskými zeměmi politický konsensus. V návrhu EISF je však Pojistný mechanismus zmíněn jako možný doplněk či nadstavba k mechanismu EISF v případě, že se jako stabilizační nástroj osvědčí.

6 Návrh nařízení EISF – způsoby a formy pomoci

Jak již bylo výše zmíněno, důvodem pro vznik navrhovaného nařízení EISF je snaha pomoci státům postiženým asymetrickým otřesem rychlejší aktivací zdrojů. Proto je potřeba, aby eurozóna disponovala intenzivnějším fiskálním transferem a tím umožnila silnější mobilizaci fondů EU, které mají za úkol podporovat národní ozdravné reformy v oblasti ekonomiky.¹⁹

Právní základ pro vznik EISF najdeme v čl. 175 pododstavce 3 SFEU. Podmínky pro zřízení tohoto nástroje jsou pak stanoveny v čl. 174 a 175 SFEU. První podmínkou je závazek pro nově vzniklý nástroj, aby přispíval k posílení hospodářské, společenské a územní soudržnosti. Druhou podmínkou je vedení nástroje mimo strukturální fondy EU, neboť ty nejsou určeny k makroekonomické stabilizaci. Jinak řečeno tento navrhovaný nástroj je součástí víceletého finančního rámce EU, který stanoví limity veřejných financí EU pro dané období, nikoliv však každoročního rozpočtu. Třetí podmínkou je nezasahování do jiných politik EU nově vzniklým nástrojem.

EISF poskytuje pomoc postiženým zemím ve dvou formách, a to ve formě půjček back-to-back a ve formě subvence úrokových sazeb z půjček poskytnutých v rámci EISF

(blíže v podkapitole 6.1).

Půjčka *back-to-back* je mimorozpočtovou operací, kterou Komise financuje pomoc zemím postiženým asymetrickým otřesem. Navrhované nařízení EISF zmocňuje Komisi, aby jménem Evropské unie jednala ve věci půjček finančních prostředků na kapitálových trzích. Tato půjčka je následně distribuována postiženému státu ve formě

úvěru. Půjčka Komise na kapitálových trzích a úvěr poskytnutý postiženému státu jsou navzájem vázány, čímž je zajištěno, že rozpočet EU není vystaven úrokovým nebo kurzovým rizikům. Tento typ půjčky má návratový charakter a celá půjčená částka musí být po uplynutí překlenovací lhůty vrácena.

Srovnání EISF s rozpočtem EU a HDP EU

Schválený rozpočet EU pro rok 2017 představoval částku přibližně 157,86 miliard EUR, přičemž HDP EU za tentýž rok činil přibližně 15,374 bilionů EUR.²⁵ Určení maximální výše poskytnuté půjčky z nástroje EISF na částku 30 miliard EUR je proto podrobena kritice Evropské fiskální rady pro svou nedostatečnou výši, která by dle jejího názoru měla představovat minimálně 0,5 % HDP EU, tedy 70 miliard EUR.²⁶

Půjčka jako taková představuje podmíněný závazek a její výši bude možné upravit do maximální úrovně, tedy do výše 30 miliard EUR jistiny určené v čl. 7 nařízení o EISF, a to na základě diskreční pravomoci Komise. Diskreční pravomocí se rozumí možnost Komise vyhodnotit závažnost vlivu asymetrického ekonomického otřesu na ekonomiku postižené země a na základě zjištěných skutečností stanovit dle svého uvážení výši půjčky.

Tyto půjčky musí být využity předem stanovým způsobem, a to na tvorbu hrubého fixního kapitálu, na podporu cílů politiky a na sociální investice. Tvorbu hrubého fixního kapitálu představují např. nové investice, rekonstrukce, pořízení nehmotných fixních aktiv apod. Jedná se tedy o hmotné i nehmotné investice, které jsou využity pro další produktivní činnost a které nejsou určeny k spotřebování.

6.1 Fond na podporu stabilizace a subvence úrokových sazeb

Aby bylo možné poskytovat postiženým státům pomoc nejen formou *back-to-back* půjček, ale také formou subvencí úrokových sazeb, navrhla Komise zřízení Fondu na podporu stabilizace (dále jen "Fond").

Tento nástroj je upraven v čl. 17 navrhovaného nařízení o EISF. Finanční prostředky, které má Fond k dispozici za účelem pomoci postiženým státům, pocházejí zejména z příspěvků členských států. V souvislosti s těmito příspěvky předpokládá navrhované nařízení o EISF vznik mezivládní dohody mezi členskými státy eurozóny a státy, které se účastní ERM II, o převedení jejich příspěvků do Fondu (dále jen "*Mezivládní dohoda*"). Dalšími plánovanými zdroji Fondu budou také výnosy z investic ze zdrojů Fondu a splátky subvencí úrokových sazeb členských států v souladu s čl. 5 odst. 2 písm. b) nařízení o EISF. Vzorec pro výpočet výše uvedených příspěvků členských států eurozóny a států účastnících se ERM II je stanoven v *Mezivládní dohodě* na základě podílu národních centrálních bank členských států eurozóny na měnových příjmech Eurosystemu. U členských států účastnících se ERM II pak bude *Mezivládní dohodou* stanoven speciální výpočet.²⁰ Ve své činnosti je Fond spravován Komisí, která má povinnost jednat v souladu se zásadou zdravého finančního řízení. Komise je taktéž oprávněna přijímat právní akty v přenesené pravomoci pro správu Fondu.

Finanční prostředky shromážděné Fondem mají za úkol snížit náklady postiženého státu na půjčku poskytnutou v rámci nástroje EISF. Snížení nákladů má formu subvencí úrokových sazeb z této půjčky. Subvencí úrokových sazeb se v tomto navr-

hovaném nařízení míní navrácení částky zaplacené postiženou zemí na úrocích z poskytnutého finančního plnění. Jedná se o „*grantovou složku, která plně pokryje náklady na úroky*”,²¹ která bude vyplácena z příspěvků členských států do Fondu. Jde o způsob podpory způsobilých veřejných investic postiženého státu.

K úhradě subvencí úrokových sazeb dochází z Fondu na podporu stabilizace, jež je navrhovaným nařízením zřizován, a to ve výši 100 % z úrokových nákladů dle čl. 9 nařízení o EISF. Jak bylo zmíněno výše, Fond je tvořen ročními příspěvky členských států na základě vzorce z podílu Národní centrální banky každého z členských států eurozóny na měnových příjmech. Zdrojem, ze kterého bude poskytována pomoc žádajícím státům, bude samotný rozpočet EU, přičemž k mobilizaci těchto prostředků dochází až v návaznosti na silný asymetrický otřes a splnění definovaných podmínek pro získání subvence postiženým státem.

Prostředky z Fondu je možné využívat pouze pro účely platby subvencí úrokových sazeb dotčených států, přičemž výše subvence úrokových sazeb nesmí překročit 30 % dostupných prostředků ve Fondu v okamžiku, kdy je taková platba příslušnému státu splatná. V takovém případě dochází k odložení dalších plateb, které jsou postupně hrazeny z nových příspěvků do Fondu. Subvence úrokových sazeb se příslušnému členskému státu vyplatí v okamžiku, kdy členský stát půjčku z EISF nebo splatné úroky splatí, což vyplývá z čl. 15 nařízení o EISF. Je nutno podotknout, že podpora formou subvence úrokových sazeb je mimo jiné podmíněna platbou ročního příspěvku do rozpočtu EU.

7 Podmínky pro poskytnutí pomoci z nástroje EISF

Stát, který žádá o podporu z EISF musí splnit tzv. **podmínky pro aktivaci**, které mají působit preventivně a zároveň snižovat dopady ekonomického otřesu, a **podmínky způsobilosti**, jejichž cílem je zamezení morálnímu hazardu a podpora zdravé rozpočtové politiky.

Podmínka pro aktivaci je dvojího rázu, přičemž je vázána na zjištěnou míru nezaměstnanosti v daném státě jak ve čtvrtletním srovnání, tak ve srovnání s určitou referenční hodnotou, jak vyplývá z čl. 4 nařízení o EISF. Tyto podmínky musí být splněny kumulativně. Důvodem pro toto nastavení je skutečnost, že míra nezaměstnanosti je jedním z hlavních ukaza-

telů hospodářského cyklu a vypovídá o hospodářské kondici daného státu. Tato podmínka odpovídá vytyčenému cíli EISF, kterým je preventivní dohled a působení na ekonomickou stabilitu členských zemí, které mohou EISF využívat.

Podmínky způsobilosti jsou dále definovány v čl. 3 nařízení o EISF, přičemž jsou vyjádřeny negativně. Žádající stát musí mimo jiné vést odpovědnou politiku veřejných financí a zároveň přijmout účinné opatření k nápravě nadměrného schodku a další kroky, které mají na národní úrovni zabraňovat vzniku ekonomické krize. Těmito kritérii je naplněna podmínka zamezení morálnímu hazardu a podpora zdravé rozpočtové poli-

tiky. Dále musí žadající stát dlouhodobě plnit rozhodnutí a doporučení v rámci fiskálního a makroekonomického dohledu v souladu s čl. 5 navrhovaného nařízení. Tato úprava vychází z primárního práva, konkrétně z čl. 126 odst. 8 a čl. 126 odst. 11 SFEU a nařízení (EU) č. 1466/97 a nařízení (EU) č. 1176/2011.

Nařízení zároveň stanovuje lhůtu pro kontrolu splnění podmínek dle čl. 5 odst. 1 návrhu nařízení o EISF, za kterých byla dotčenému státu poskytnuta pomoc.

Pro využívání poskytnutých finančních prostředků z nástroje EISF platí následující podmínky:

- „povinnost investovat do způsobilých veřejných investic částku odpovídající alespoň výši půjčky z EISF,
- zachovat stejnou úroveň svých veřejných investic s ohledem na jejich průměrnou úroveň v pěti předchozích letech.“

Výše uvedené podmínky platí v případě, že Komise nedospěje k názoru, že daná úroveň veřejných investic je neudržitelná a sama stanoví jejich úroveň pro dotčený stát.²²

V případě, že dospěje Komise k názoru, že dotčený členský stát nedodržel dané podmínky, přijme bez zbytečného odkladu rozhodnutí, ve kterém „požaduje předčasné splacení celé půjčky z EISF nebo případně její části a rozhodne, že příslušný členský stát nebude mít při splácení půjčky z EISF právo na získání subvence úrokových sazeb“.²³ Toto rozhodnutí bude následně zveřejněno.

Poskytování podpory z EISF je upraveno v čl. 6-8 nařízení o EISF. O podporu z EISF žádá dotčený členský stát jednou ročně, za splnění podmínek aktivace a podmínek způsobilosti. Následně Komise rozhodne o podmínkách podpory z EISF, přičemž její rozhodnutí obsahuje „výši, průměrnou splatnost, vzorec stanovení ceny a lhůtu dostupnosti půjčky z EISF, jakož i výši sub-

vence úrokových sazeb, jakož i další pravidla nezbytná pro poskytnutí podpory.“²⁴ Půjčka je vyplácena zpravidla v jedné splátce.

Vztahy mezi nástroji EISF a ESM v případě paralelního působení jsou upraveny v čl. 10 spolu s čl. 21 nařízení o EISF, který upravuje výkon přenesené pravomoci. Tento výkon je definován následovně: za předpokladu, že jsou splněny podmínky pro poskytnutí pomoci z EISF a zároveň je postiženému státu poskytnuta finanční podpora z ESM, pak je Komise zmocněna vydávat akty v přenesené pravomoci ve věci poskytování finanční pomoci postiženému státu. Je tomu tak proto, aby nedošlo ke zdvojení pomoci postiženému státu a byly tak dodrženy pravidla komplementarity (viz níže). Přenesení pravomoci na Komisi je na dobu neurčitou, přičemž může být Evropským parlamentem či Radou kdykoliv zrušeno. Přijetí aktu Komise v přenesené pravomoci musí být neprodleně oznámeno Evropskému parlamentu a Radě. Zároveň Evropský parlament a Rada mají možnost proti aktu vyslovit své námitky. V takovém případě přijatý akt nevstoupí v platnost.

Principy 3 K - koherence, koordinace a komplementarita

Po přijetí Maastrichtské smlouvy byly do primárního práva Evropské unie zavedeny tři principy ovládající rozvojovou politiku Evropské unie. Jedná se o princip koherence, koordinace a právě komplementarity. Komplementarita znamená doplňování jednotlivých politik členských států EU rozvojovou politikou EU tak, aby nedošlo k překrytí jednotlivých programů pomoci. Princip koordinace je pak spojen s co nejefektivnější spoluprací mezi členskými státy v dané oblasti. Princip koherence je otázkou sladění všech politik Evropské unie tak, aby žádná nesnižovala efektivnost či nebyla v rozporu s rozvojovou politikou.

7.1 Kvalita systémů a postupů v oblasti správy veřejných financí

Aby se preventivně předcházelo možným asymetrickým otřesům, mají být rovněž členské státy, na něž dopadá EISF, posouzeny Komisí z hlediska kvality správy veřejných investic.

8 Závěr

Jak z textu vyplývá, ač je návrh nařízení o zřízení Evropské funkce investiční stabilizace představován jako politicky nejpřijatelnější řešení, ani zde nemůžeme čekat hladký průběh jednání mezi státy EU. Přijetí tohoto nařízení může mít přímý vliv na budoucí vývoj celé Evropské

Komise poté vydá zprávu obsahující kvalitativní hodnocení a výsledky, popřípadě doporučení pro zlepšení kvality systémů a postupů v oblasti správy veřejných investic.

unie, a to buď jako jednoho integrovaného celku, či „více-rychlostního“ nadnárodního společenství. Již v současné době jsou země eurozóny díky přijetí společné měny více integrovány než členské země platící měnou vlastní. Projednávaný záchranný a stabilizační nástroj by pak nejed-

notnost společenství mohl ještě více prohloubit.

Z tohoto úhlu pohledu je proto otázkou, jakým způsobem se k návrhu postaví země stojící mimo eurozónu. Ani země eurozóny však nemusí být v této věci jednotné. Palčivou otázkou je vůbec reálná možnost prosazovat ve vztahu

k dalším státům eurozóny zásadu „*snižování morálního hazardu a zamezení trvalého využívání EISF*“. Silnější země eurozóny proto velmi pravděpodobně budou požadovat po ekonomicky slabších státech eurozóny dostatečné záruky neopakování krizové situace z minulých let.

Otázky pro jednání

1. Je EISF efektivním nástrojem pro řešení možné ekonomické krize ohrožující stabilitu Evropské unie?
2. Jaký je postoj Vašeho státu k navrhovanému nástroji investiční stabilizace?
3. Může být jedním z důsledků schválení tohoto návrhu vznik „vícerychlostní“ Evropské unie?
4. Má mít podle Vašeho názoru neplnění konvergenčních kritérií jednotlivými členskými státy přímý vliv na jejich budoucí čerpání z EISF?

Doporučené zdroje

The Reform Support Programme and the European Investment Stabilisation Function explained - Fact Sheet

http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-3971_en.htm

Press release EU Budget: A Reform Support Programme and an Investment Stabilisation Function to strengthen Europe's Economic and Monetary Union

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3972_en.htm

EU Budget

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-investment-stabilisation_en.pdf

Seznam použitých zdrojů

- 1 Evropská komise, Návrh nařízení o zřízení evropské funkce investiční stabilizace [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:c9301291-64b1-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0014.03/DOC_1&format=PDF
- 2 Evropská komise, Konvergenční zpráva Evropské komise pro rok 2018 [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3826_cs.htm
- 3 Euroskop.cz, Eurozóna - aktuální stav [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <https://www.euroskop.cz/744/914/clanek/rozsirovani-eurozony---aktualni-stav---legenda/>
- 4 Úřední věstník EU, Konsolidovaná znění Smlouvy o Evropské unii a Smlouvy o fungování Evropské unie, Čl. 3 odst. 1 a odst.3 [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_c_2016_202_full_cs_txt.pdf
- 5 Zcela volný pohyb kapitálu, hospodářská konvergence, zřízení a určení pravomocí Evropského měnového institutu (předchůdce Evropské centrální banky) [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <https://www.euroskop.cz/674/sekce/hospodarska-a-menova-unie/>
- 6 Euroskop.cz, Hospodářská měnová unie [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <https://www.euroskop.cz/674/sekce/hospodarska-a-menova-unie/>
- 7 Konsolidovaná znění Smlouvy o Evropské unii a Smlouvy o fungování Evropské unie, Čl 127 a násl. Ve spojení s čl. 282 a násl. Smlouvy o fungování Evropské unie, opakovaná citace
- 8 Česká národní banka, Měnová politika [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/
- 9 Evropská rada a Rada EU, Konvergenční kritéria [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <http://www.consilium.europa.eu/cs/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>
- 10 Konsolidovaná znění Smlouvy o Evropské unii a Smlouvy o fungování Evropské unie, Čl 140 a násl. Ve spojení s čl. 282 a násl. Smlouvy o fungování Evropské unie, opakovaná citace
- 11 Česká národní banka, Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritéria [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_03_cervenec_p1.html
- 12 Evropská centrální banka, PROTOKOL O STATUTU EVROPSKÉHO SYSTÉMU CENTRÁLNÍCH BANK A EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/cs_statute_2.pdf
- 13 Ministerstvo financí České republiky, Pakt stability a růstu - přehled právních předpisů [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <https://www.zavedenieura.cz/cs/dokumenty/pravni-predpisy/sekundarni-pravo-eu/pakt-stability-a-rustu>
- 14 Česká národní banka, Pakt stability a růstu [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_07.html
- 15 Úřední věstník Evropské unie, Nařízení o urychlení a vyjasnění postupu při nadměrném schodku [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997R1467&from=CS>
- 16 European Stability Mechanism, TREATY ESTABLISHING THE EUROPEAN STABILITY MECHANISM [online], [vid. 11. 8. 2018], dostupné z: https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/20150203_-_esm_treaty_-_en.pdf
- 17 Evropská komise, Důvodová zpráva přiložená k návrhu nařízení o EISF, str. 3 [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:c9301291-64b1-11e8-ab9c-01aa75ed71a1.0014.03/DOC_1&format=PDF
- 18 Evropská komise, Důvodová zpráva přiložená k návrhu nařízení o EISF, str. 13 opakovaná citace
- 19 Hospodářská komora ČR, Další kroky k dokončení Hospodářské a měnové unie (EMU) [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: <https://www.komora.cz/dalsi-kroky-k-dokonceni-hospodarske-menove-unie-emu/>
- 20 European Commission, AGREEMENT ON THE TRANSFER OF CONTRIBUTIONS TO THE STABILISATION SUPPORT FUND [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/budget-may2018-contributions-stabilisation-fund_en.pdf
- 21 Evropská komise - Tisková zpráva, Rozpočet EU: Program na podporu reforem a funkce investiční stabilizace k posílení evropské hospodářské a měnové unie [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3972_cs.htm

22 Evropská komise, Návrh nařízení o zřízení evropské funkce investiční stabilizace, čl. 5 odst. 2, opakovaná citace

23 Evropská komise, Návrh nařízení o zřízení evropské funkce investiční stabilizace, čl. 5 odst. 2 písm a) a b), opakovaná citace

24 Evropská komise, Návrh nařízení o zřízení evropské funkce investiční stabilizace, čl. 6 odst. 2, opakovaná citace

25 Eurostat, GDP and main components [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?query=BOOK-MARK_DS-406763_QID_-1FAD35E9_UID_-3F171EBo&layout=UNIT,L,X,o;TIME,C,X,1;GEO,L,Y,o;NA_ITEM,L,Z,o;INDICATORS,C,Z,1;&z-Selection=DS-406763INDICATORS,OBS_FLAG;DS-406763NA_ITEM,B1GQ;&rankName1=INDICATORS_1_2_-1_2&rankName2=NA-ITEM_1_2_-1_2&rankName3=UNIT_1_2_o_o&rankName4=TIME_1_o_1_o&rankName5=GEO_1_2_o_1&rStp=&cStp=&rDCh=&cDCh=&rDM=true&cDM=true&footnes=false&empty=false&wai=false&time_mode=ROLLING&time_most_recent=true&lang=EN&cfo=%23%23%23%2C%23%23%23.%23%23%23

European Commission, Annual budget [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: http://ec.europa.eu/budget/annual/index_en.cfm?year=2017

26 EURAKTIV, Commission's 'stabilisation function' very modest, says eurozone fiscal sheriff [online], [vid. 29. 8. 2018] dostupné z: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/commissions-stabilisation-function-very-modest-says-eurozone-fiscal-sheriff/>

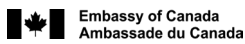


tohle je generální partner

tohle jsou TOP partneři



tohle jsou partneři



tohle jsou podporovatelé



tohle jsou mediální partneři

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY

RESPEKT