

Česká republika, Euro a evropská integrace: kudy dál?

Vladimír Dlouhý

**přednáška na Fakultě ekonomické
ZČU Plzeň, 9.5.2012**

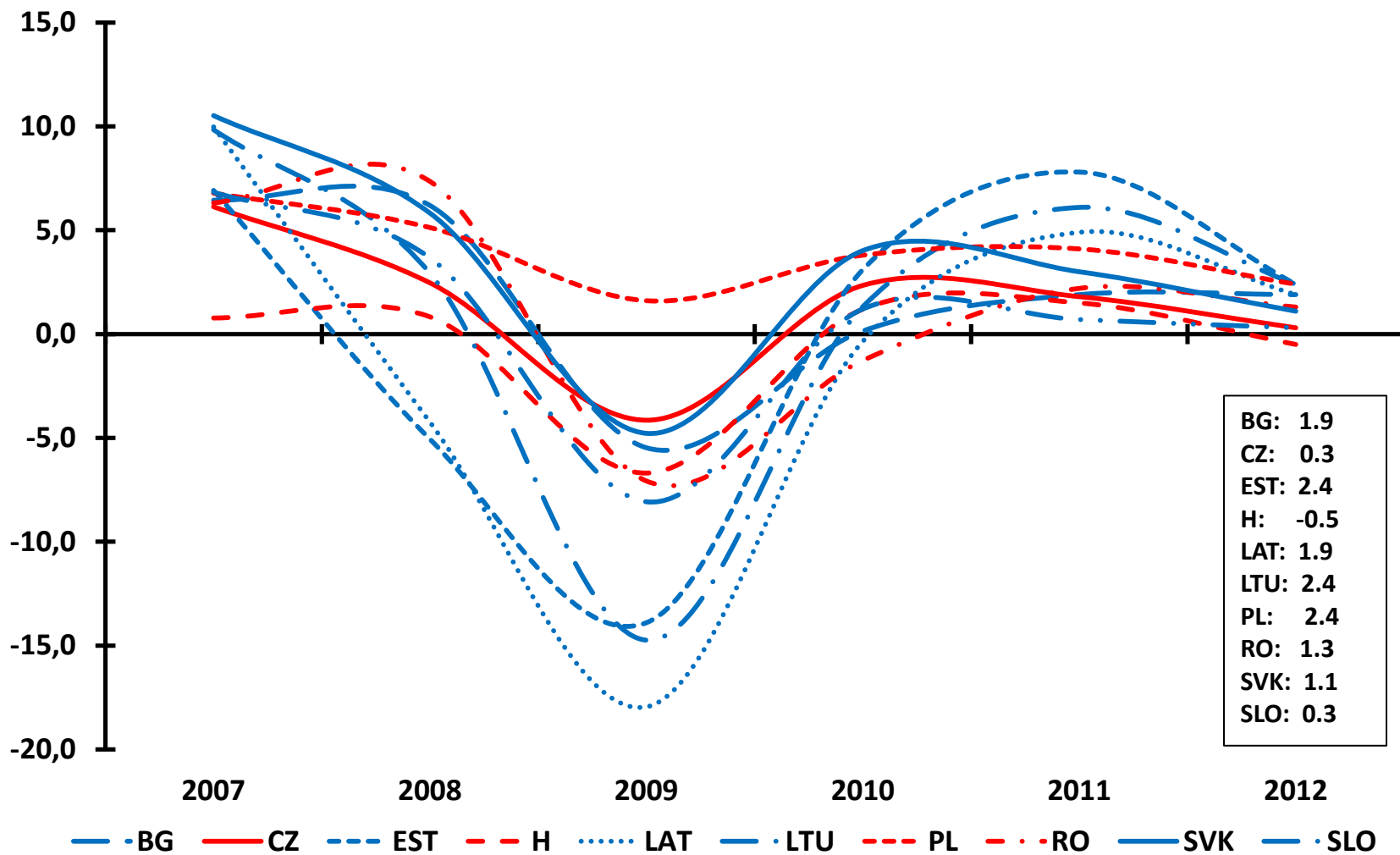
1. Úvod

- **Nelehký rok 2012:**
 - Světová ekonomika po největší krizi od 30. let 20. století
 - Křehké oživení ve vyspělých zemích, rychlý růst ve vybraných rozvojových zemích (oblastech)
 - Od roku 2010, tzv. krize Eura, trvalé řešení dosud v nedohlednu
 - Dopady Euro krize do dalších oblastí, včetně střední a východní Evropy
- **Těžké časy evropské integrace**

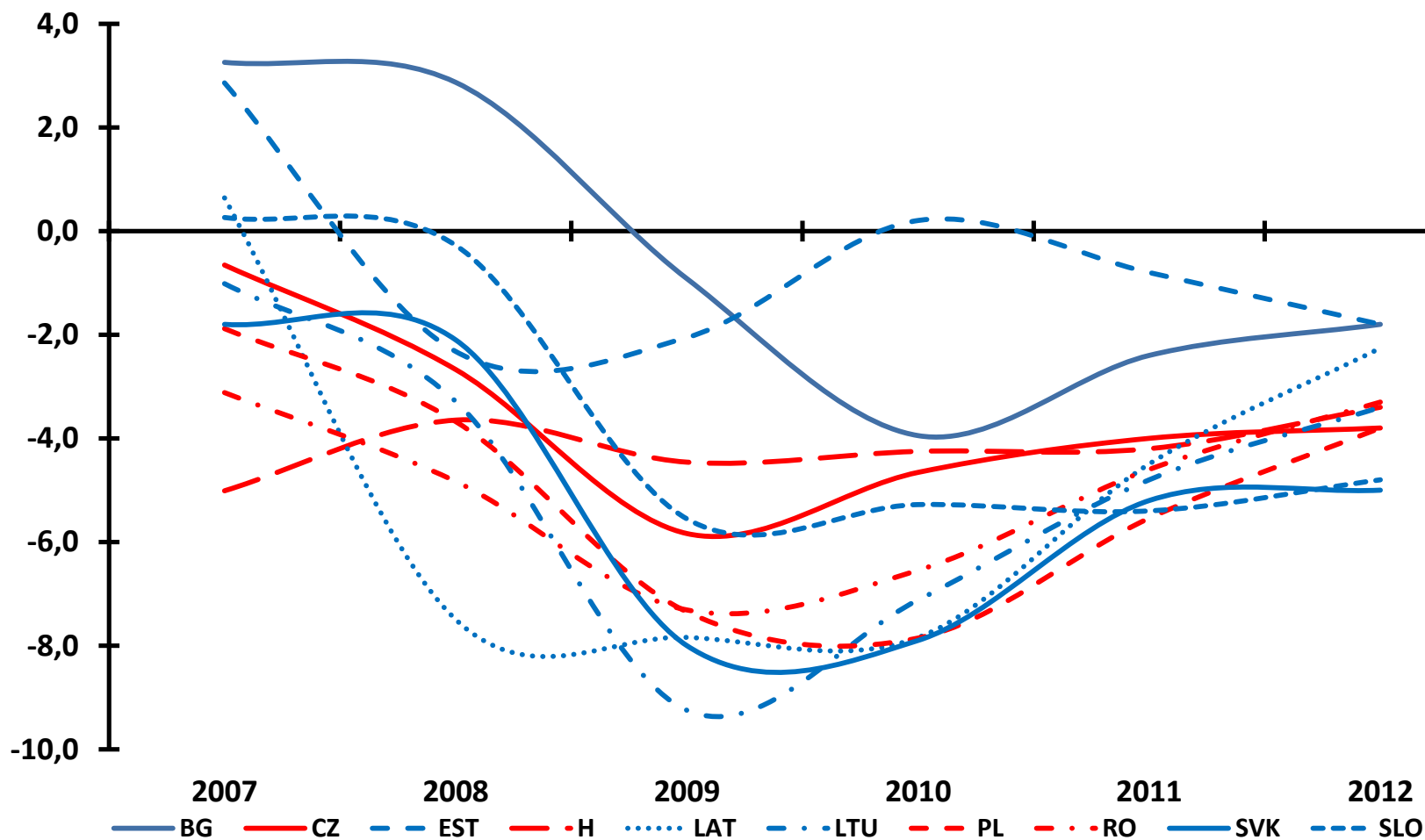
2. Střední a východní Evropa v roce 2012

- **Apokalypsa se nekoná...**
- **... ale 2012 bude obtížný rok**
- **Složité vnější podmínky: kromě krize Ezóny, pomalé oživení US ekonomiky (byť v poslední době optimističtější zprávy), další zpomalení Číny, India a nejvíce Braílie**
- **Základní scénář roku 2012 pro většinu zemí CEE: znovu zpomalení růstu, „téměř“ recese**
- **Avšak: stále srovnatelně stabilní pozice zemí CEE**

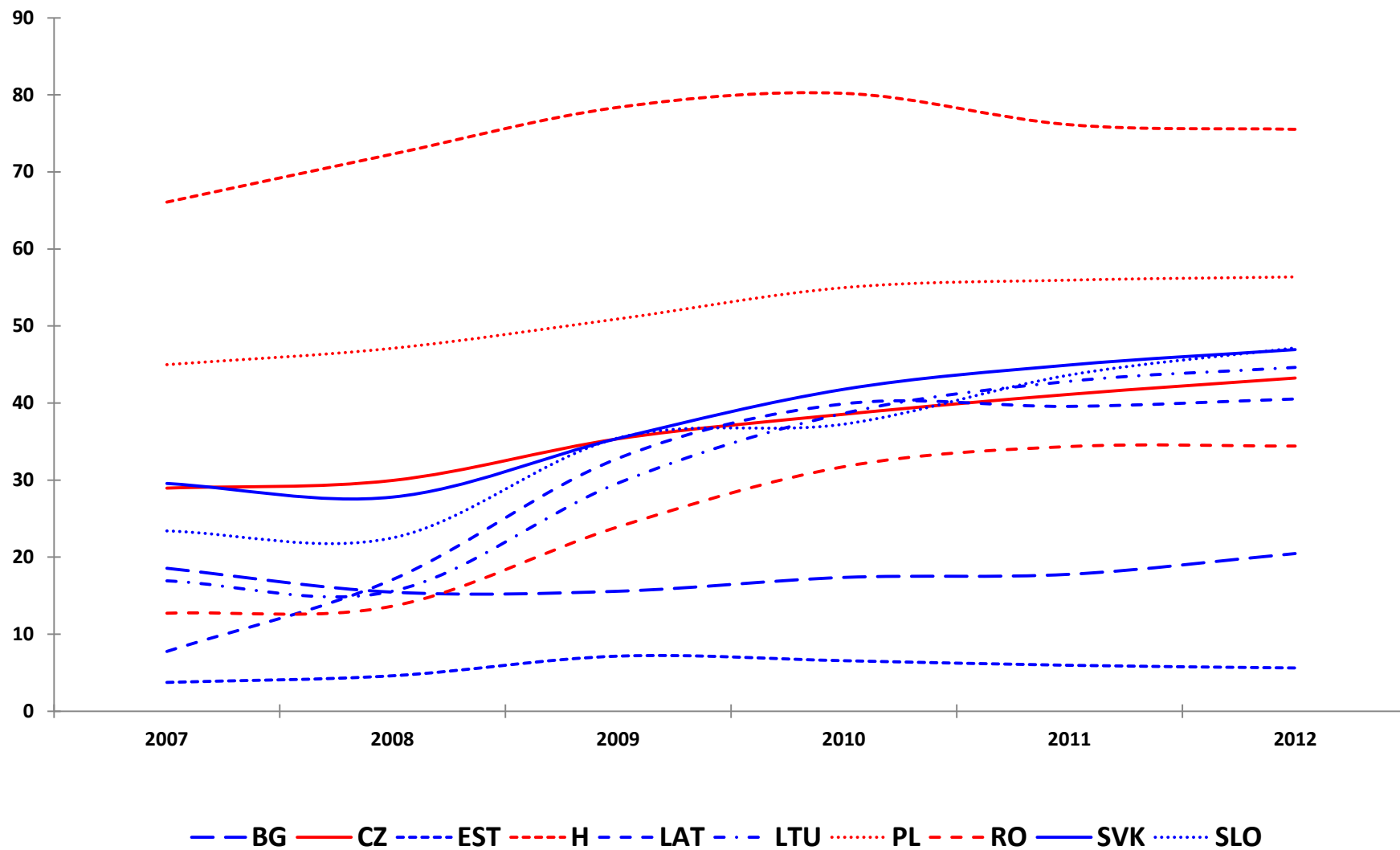
Reálný růst HDP, %yoy



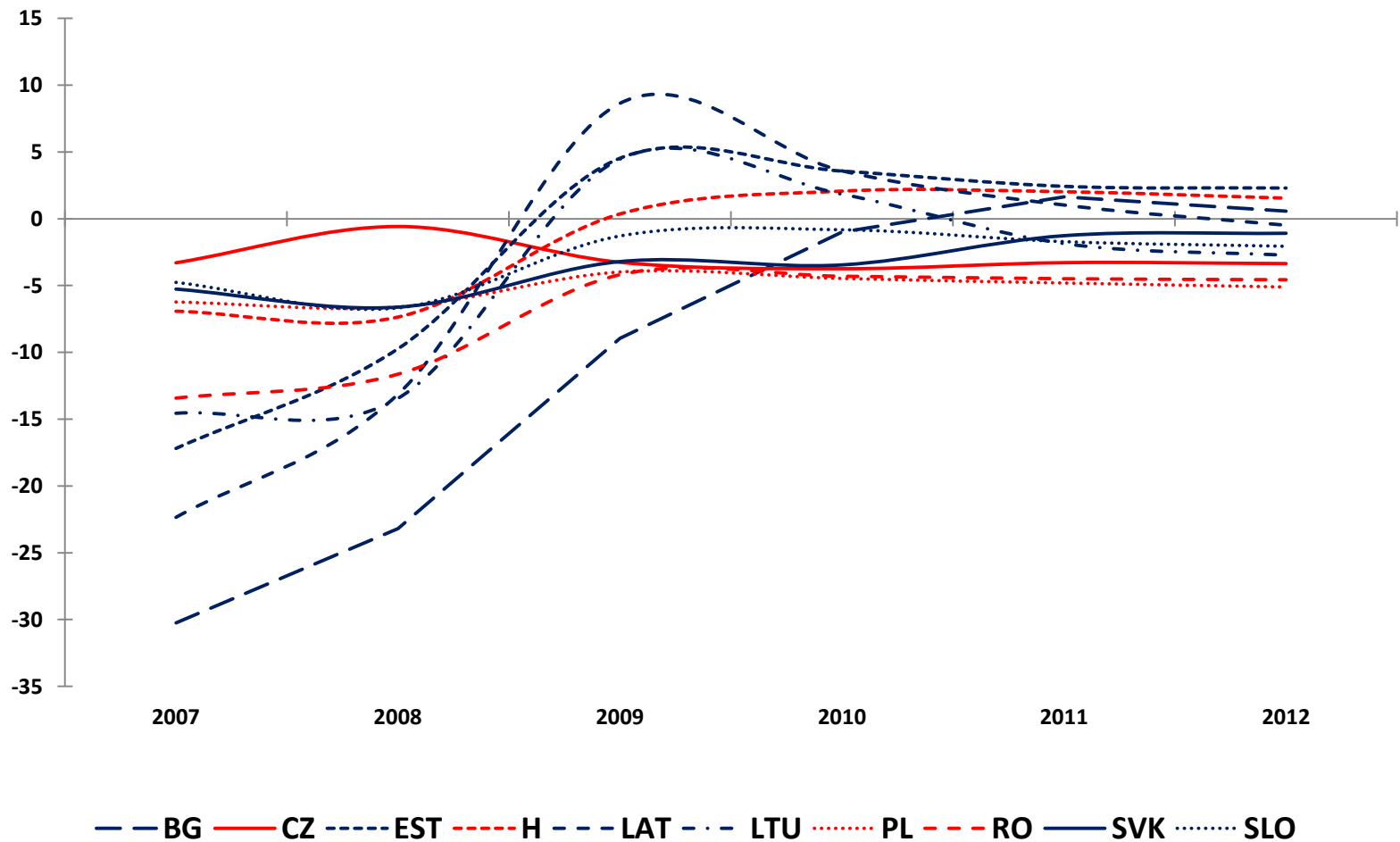
Deficity veřejných financí, %HDP



Vládní dluh, %HDP



Deficit běžného účtu, % HDP



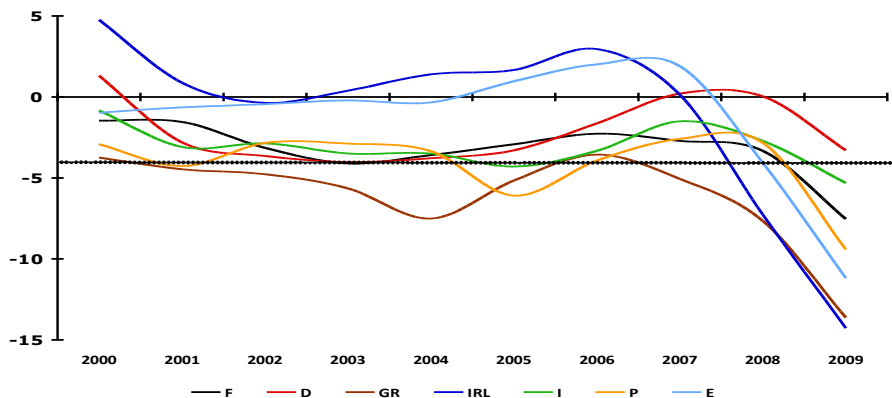
3. Euro zóna

3.1 Prvních deset let

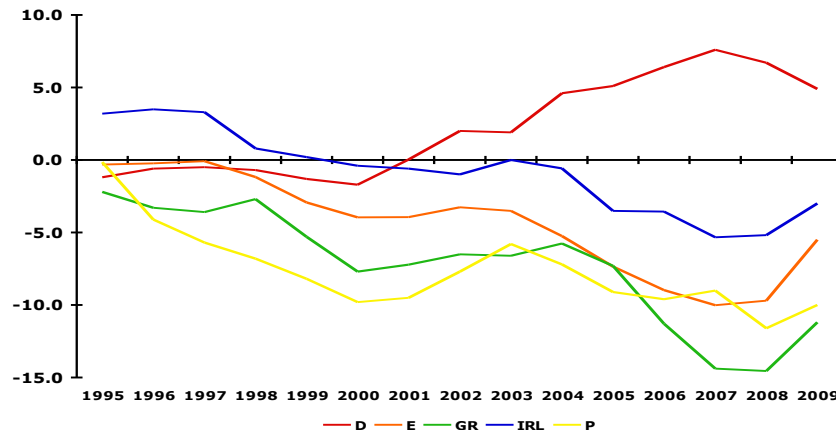
- **Po zavedení (1999, 2002) deset let ekonomicky „dobré počasí“**
 - Technicky přechod k euru bezchybný, přijato obyvatelstvem, výhody pro podnikatele
 - První hodnocení optimistické: ekonomický výkon Eozóny srovnatelný s jinými oblastmi, solidní ekonomický růst, pozitivní efekty na vzájemný obchod, po září 2008 se zdálo, že představuje i lepší ochranu proti globální krizi
- **Zjevná i skrytá rizika**
 - Nepřispělo k zastavení dlouhodobé ztráty konkurenceschopnosti
 - Nominální konvergence (Maastrichtská kriteria) nebyla doprovázena konvergencí reálnou
 - Porušení SGP Německem a Francií v roce 2003 velmi špatný signál, některé státy (GRE, P, ale i B a další) zvyšovaly deficity a dluh
 - Jednotná (nízká) základní úroková sazba, kopírovaná sazbami peněžního trhu, umožnila i nedisciplinovaným zemím dluh financovat
 - Trhy předpokládaly bezproblémové transfery v případě problémů s likviditou některých zemích, o solventnosti nikdo nepochyboval

Místo konvergence rozdílů

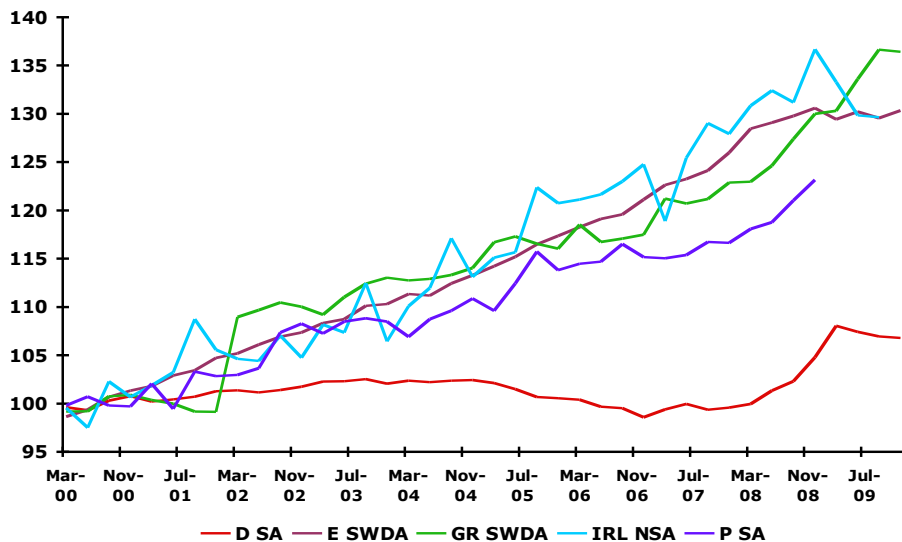
Deficity veřejných financí, %HDP



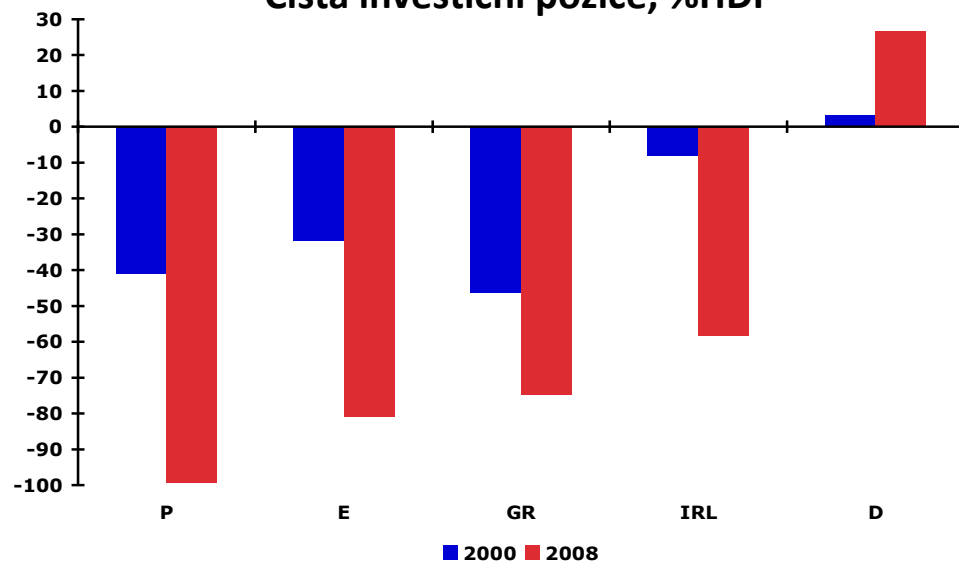
Deficity běžného účtu PB, %HDP



Jednotkové mzdové náklady



Čistá investiční pozice, %HDP

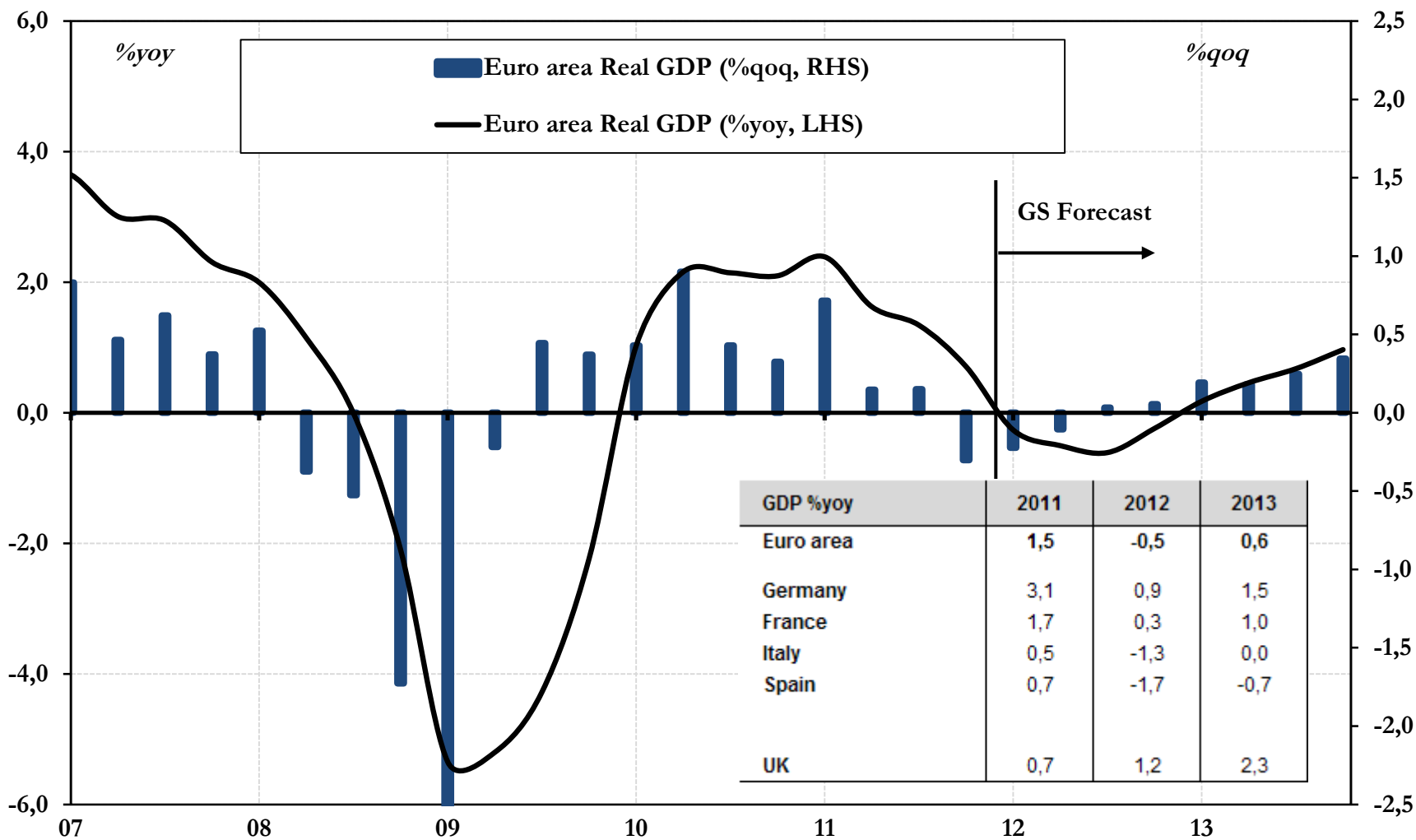


Krize

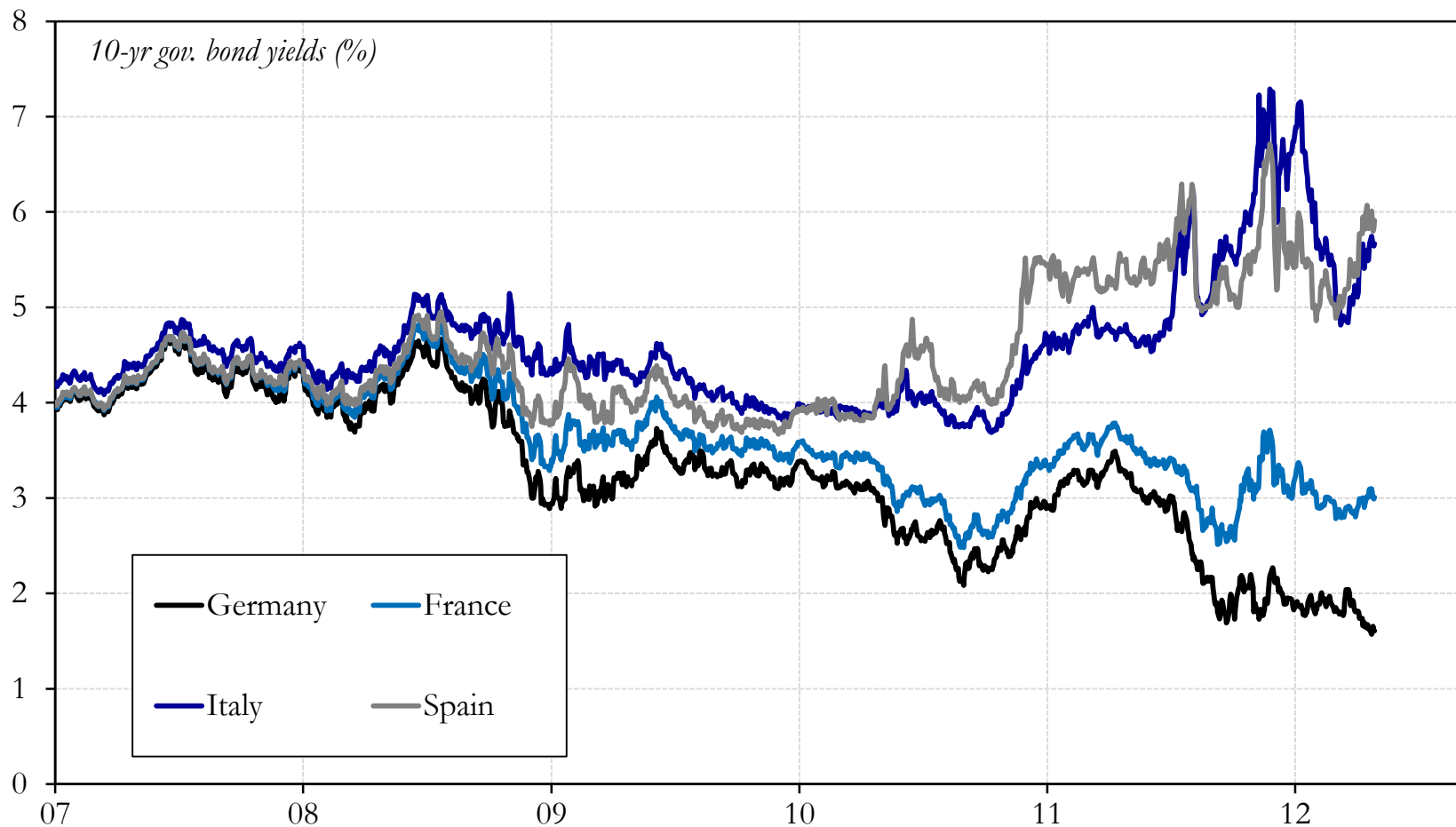
- **Spouštěcí mechanismus: exogenní šok v podobě globální finanční krize 2008**
- **Řada souběžných projevů**
 - Krize veřejných rozpočtů periferních zemí
 - Bankovní krize
 - Krize evropské sounáležitosti a řešení pouze na krátký čas
- **Dopad dlouhodobých, na Euru relativně nezávislých skutečností**
 - Rostoucí zadluženost vyspělých ekonomik
 - Evropský sociální model ...

3.2 Euro zóna dnes (květen 2012)

Oživení v centru, recese na periférii

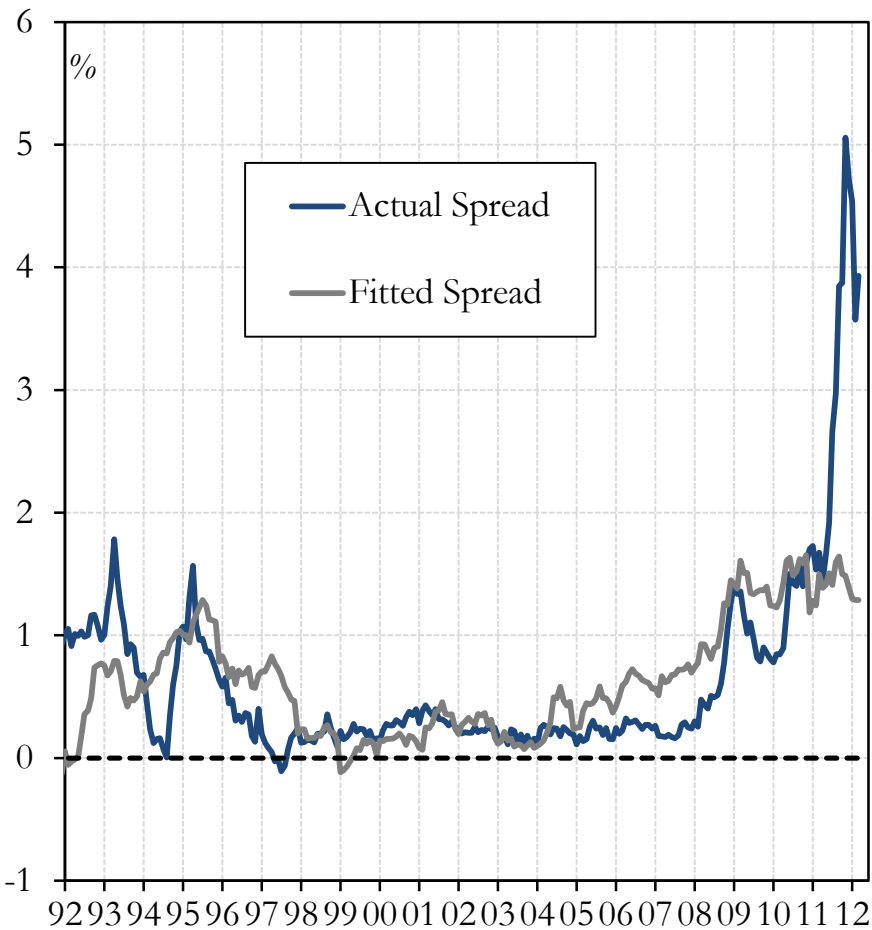


Divergence dlouhodobých nákladů financování

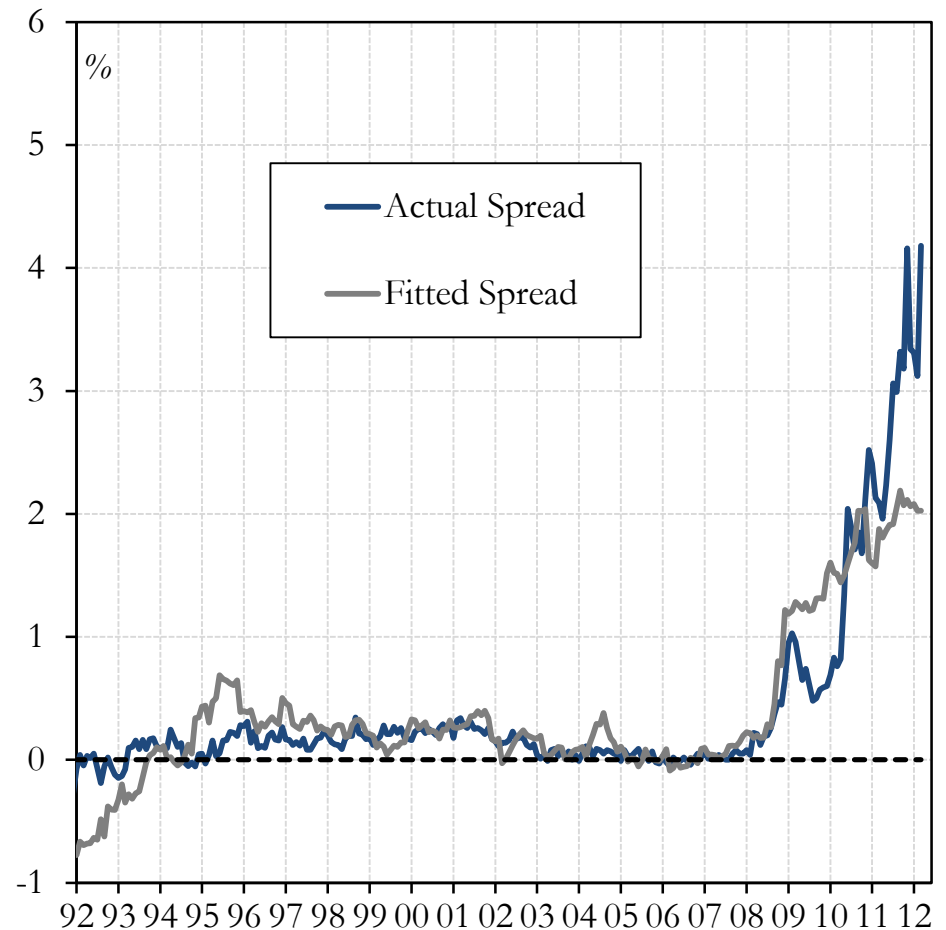


Úroková rozpětí: trend a skutečnost

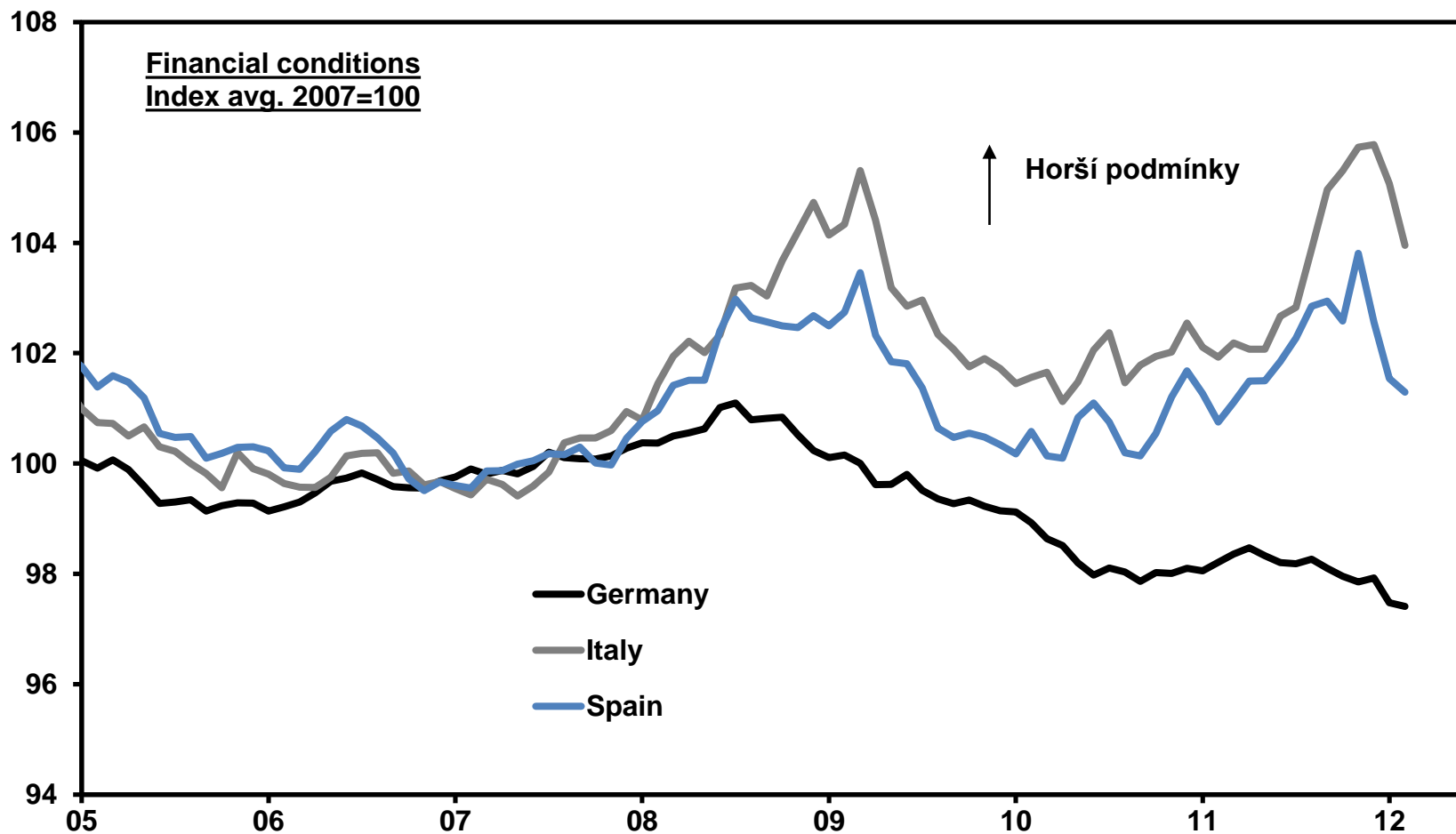
Itálie



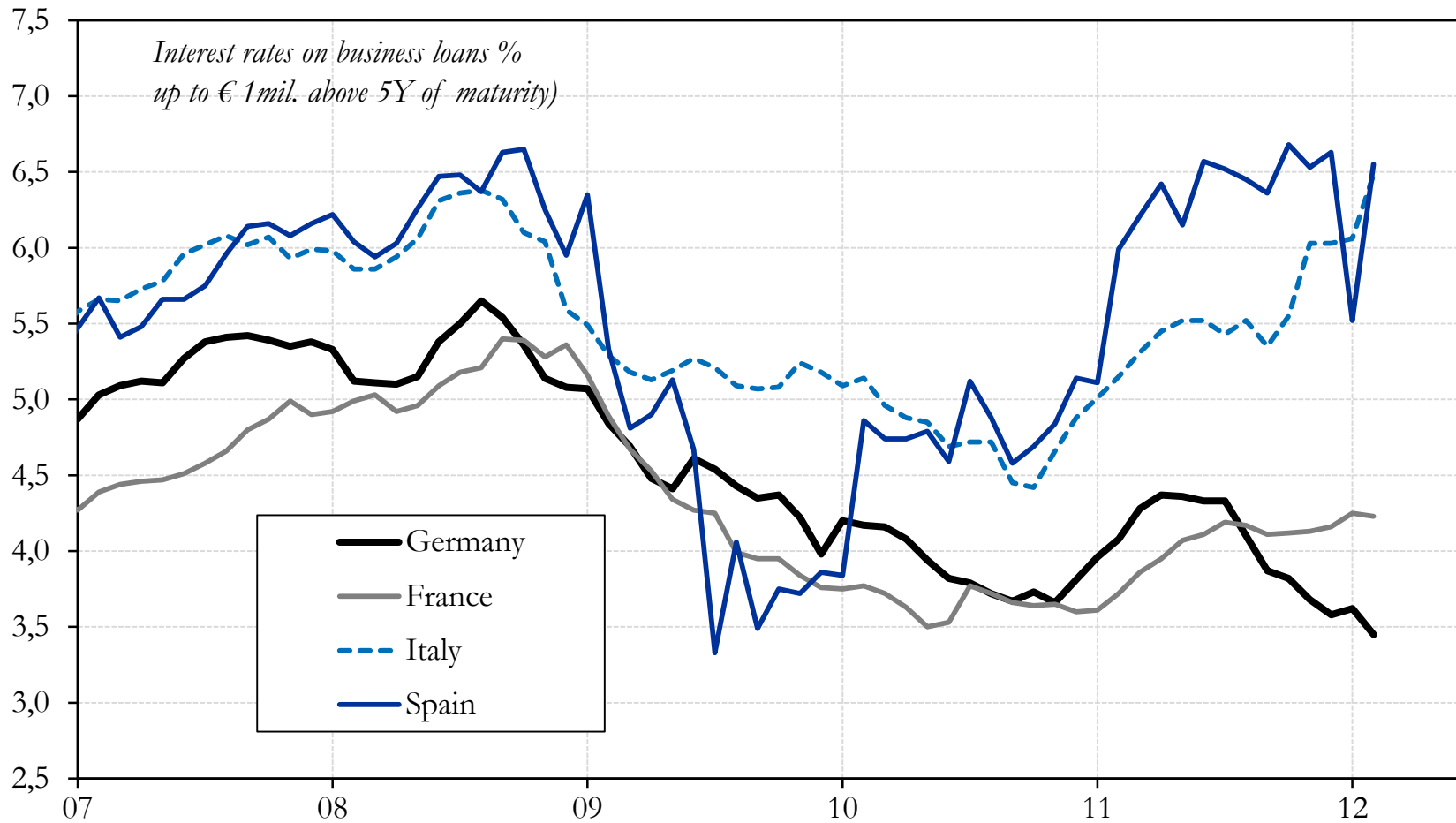
Španělsko



Rozdílné finanční podmínky centru a na periférii

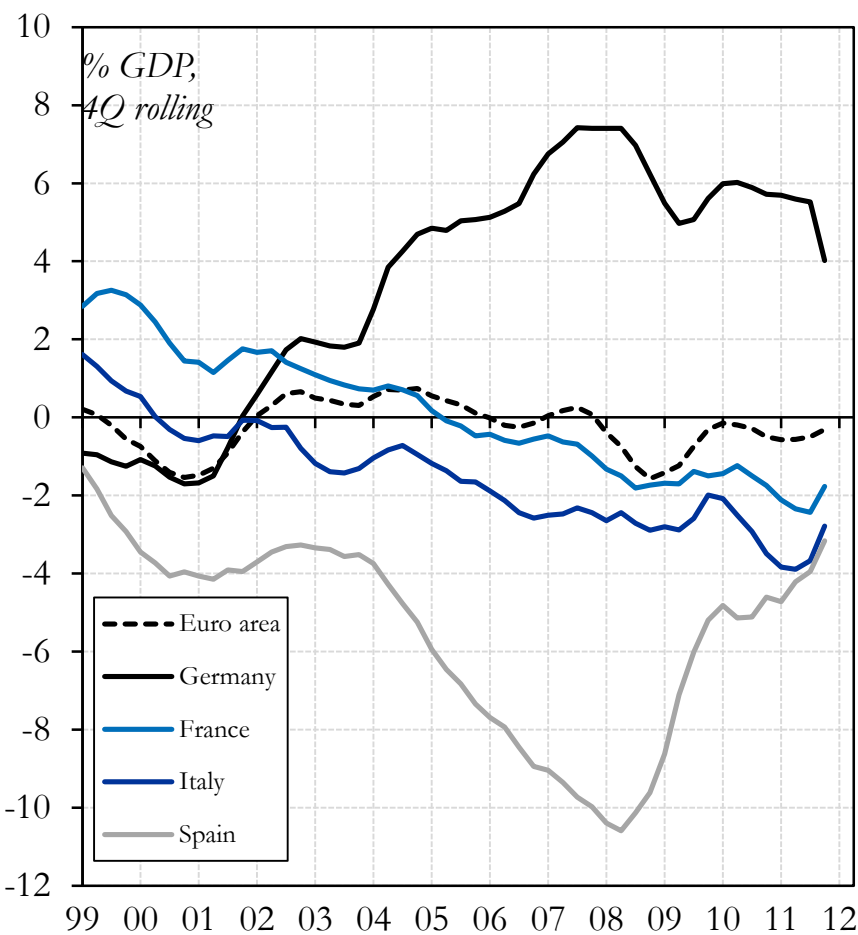


Bankovní úrok pro SME

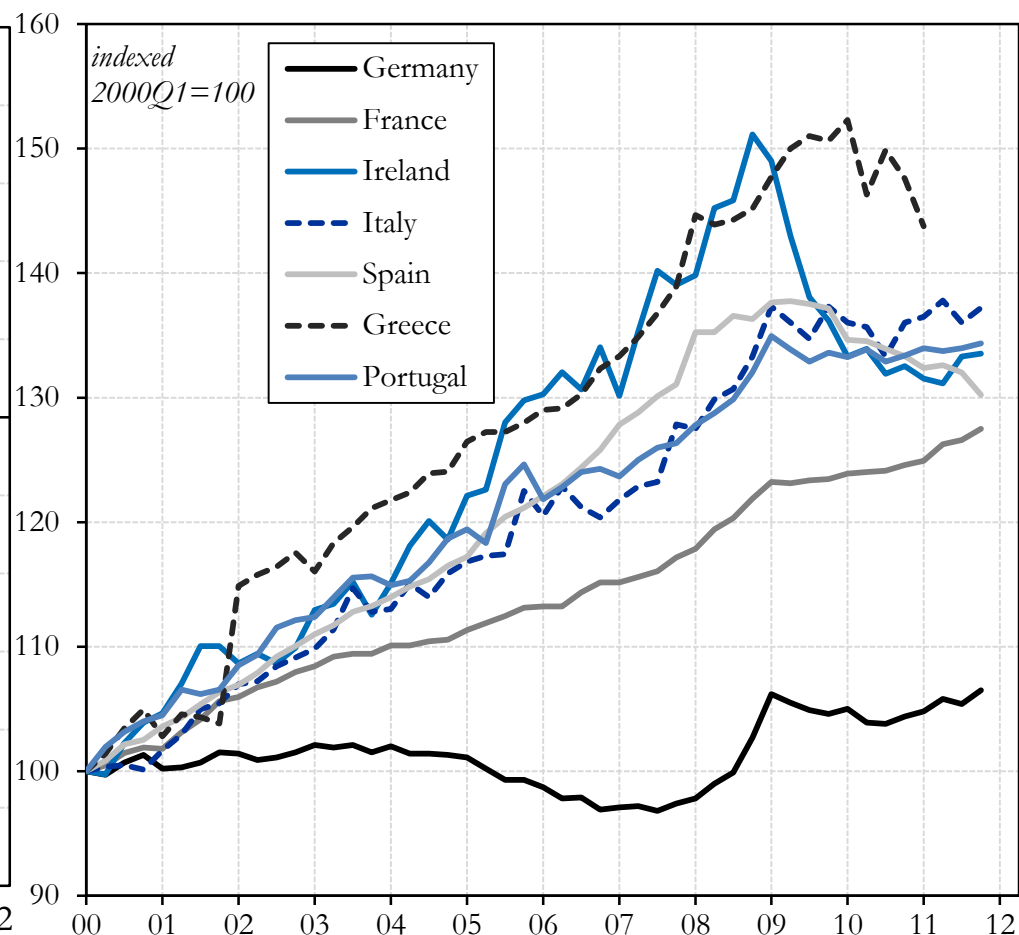


Nerovnováha přetrvává

Deficit běžného účtu



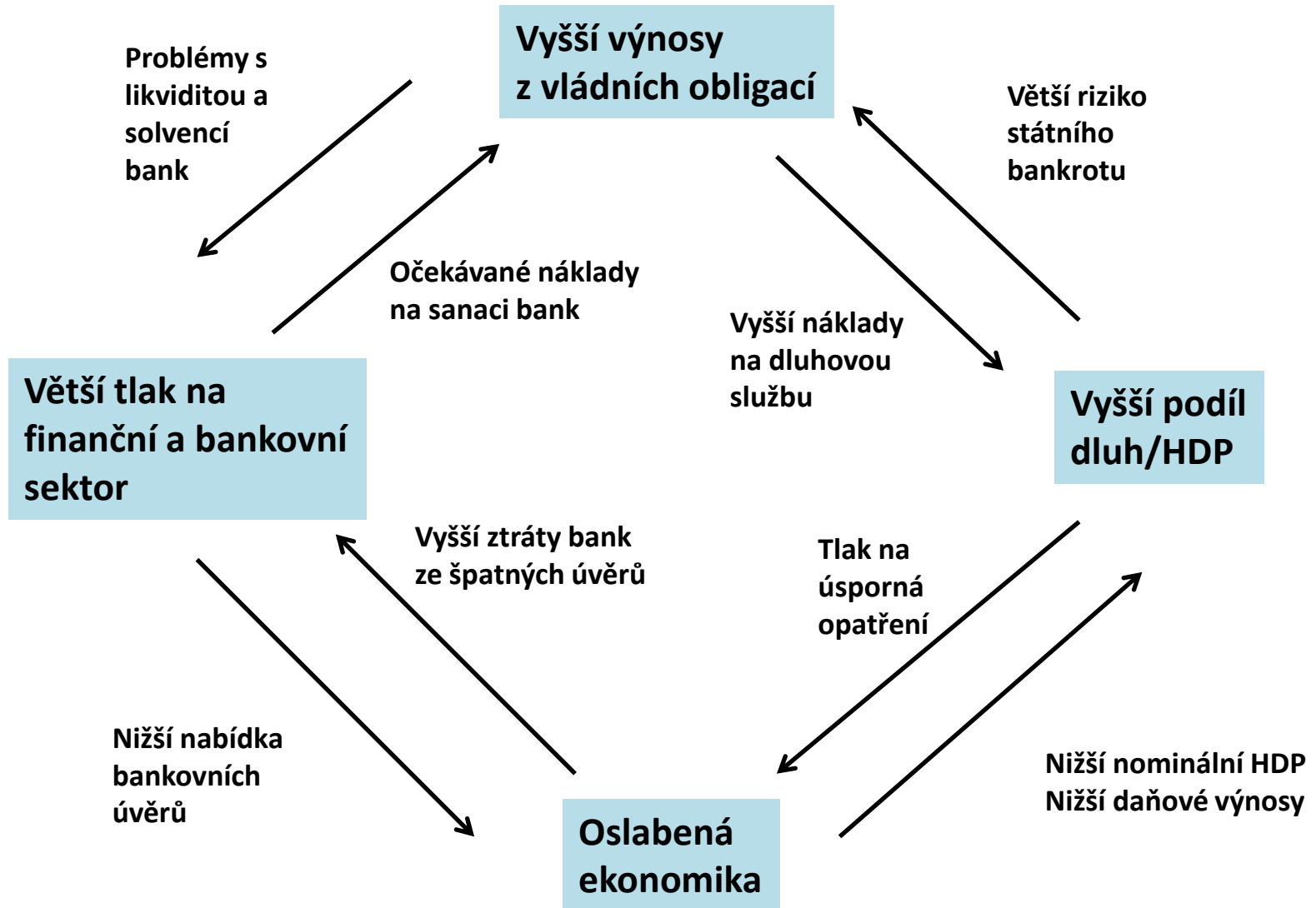
ULC



Shrneme-li, pak ...

- **Recese bude na periferii (včetně Itálie) pokračovat, v základních zemích dojde k oživení**
- **Rozdíly mezi zeměmi uvnitř Eóny dány úspornými opatřeními a obtížnými finančními podmínkami**
 - **Obzvláště složité pro SME**
- **Nerovnováhy přetrvávají, inflace nízká a přizpůsobení pomalé**

Bludný kruh



Teorie: Ezóna není optimální měnovou oblastí (OCA)

- **Různé podmínky pro(téměř) OCA**
 - Integrovaný trh zboží a služeb a společný monetární standard
 - Integrace trhu výrobních faktorů
 - Integrace finančních trhů, nástroj pro sdílení rizik
 - Fiskální transfery a disciplína
 - Pružné trhy a struktura jako předpoklad přizpůsobení vnějším šokům
 - Integrace politik a institucí

Teorie: co je pevný bod?

- Euro nadšenci i Euro skeptici sdíleli obavy ze slabých míst Maastrichtských kritérií, vyvodili z nich však zcela opačné důsledky.

Základní otázky

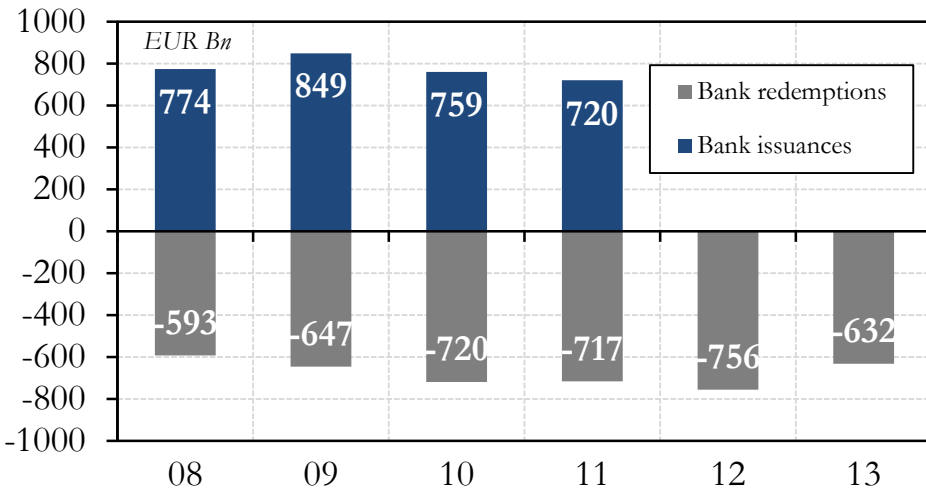
1. Co je pevný bod? Jednotná měna či existující strukturální charakteristiky?
2. Jsou kriteria OCA substituty nebo jsou komplementární?
3. Endogenita OCA kritérií (tedy mohou se měnit sami od sebe)? Nebo je třeba zásahů hospodářské politiky? A jakou roli při tom hrají trhy?

Řešení: trvalé zatím není k dispozici

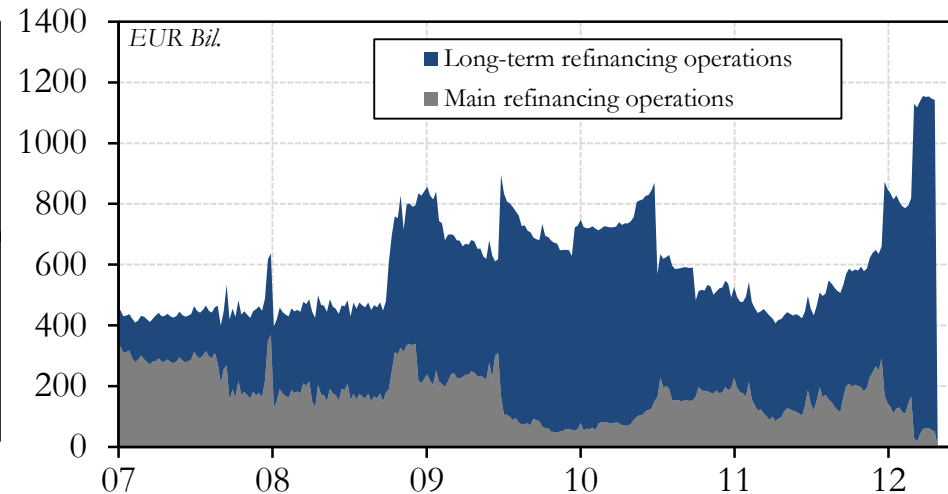
- **Nedávná skutečnost ukazuje, že**
 - a. Strukturální změny primární**
 - b. OCA kritéria jsou spíše komplementární**
 - c. Nutno stabilizovat trhy, neboť ty mohou vést krátkodobé přizpůsobení perverzním směrem**
- **Trvalé řešení – ad.a při respektování ad.b**
- **Současná opatření slouží pouze k ad.c, spíše krátkodobý efekt**
 - **Záchranná opatření (ESFS, ESM, pomoc od IMF)**
 - **Zásadní (v posledních týdnech) politika ECB, Long-Term Refinancing Operations (LTRO)**

Masívní podpora bank od ECB

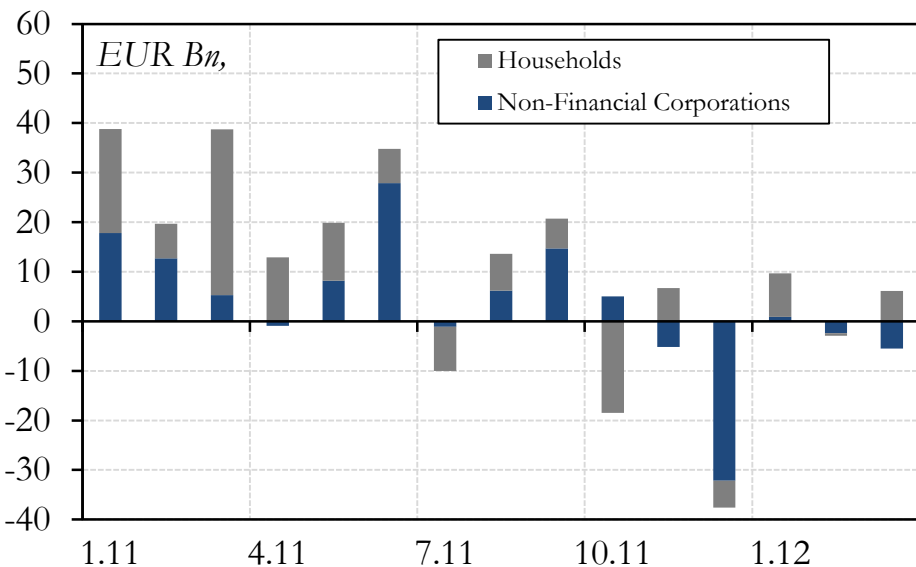
Vysoké požadavky bank na financování



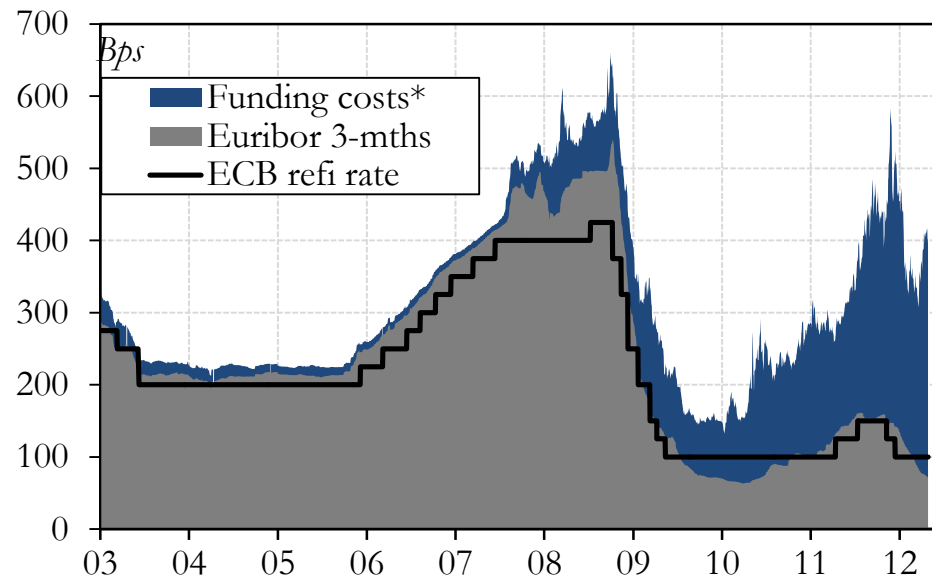
Reakce ECB



Poskytování půjček se stabilizovalo, ale na nízké úrovni

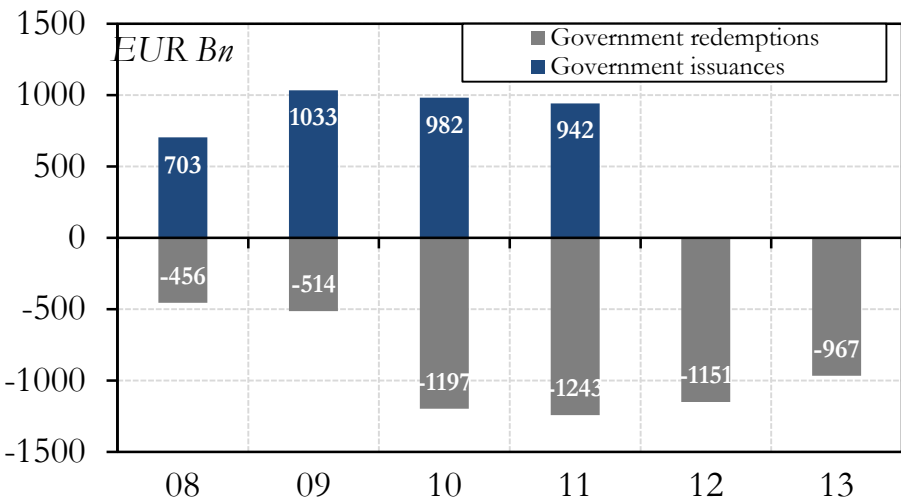


Náklady na financování po LTRO poklesly

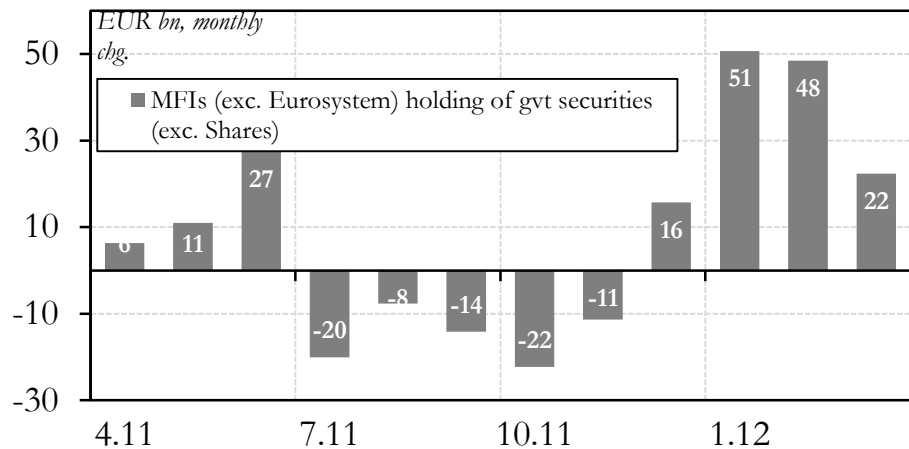


... což alespoň na chvíli odlehčilo i vládám

Vysoké požadavky vlád na financování



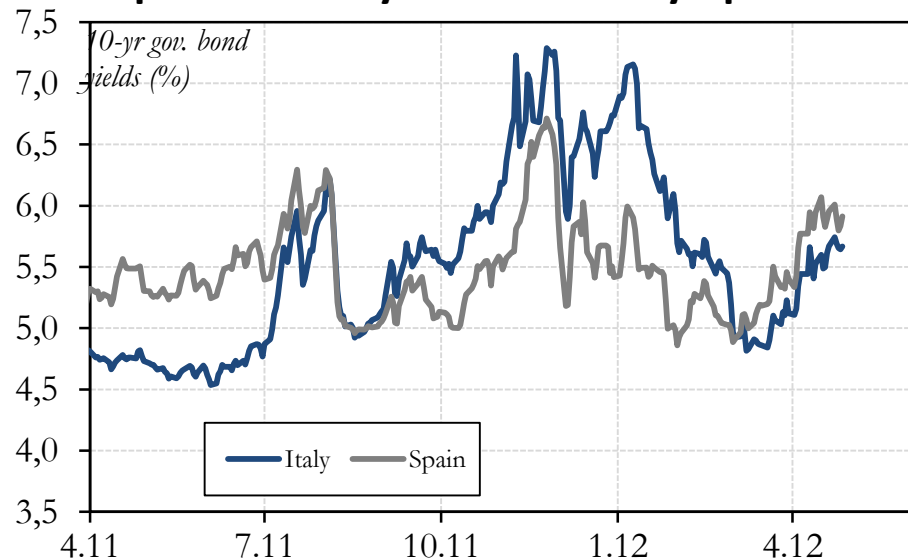
Banky od 1.1.2012 masívně kupují vládní dluh



LTRO po 1.1.2012 zlevnilo financování ...

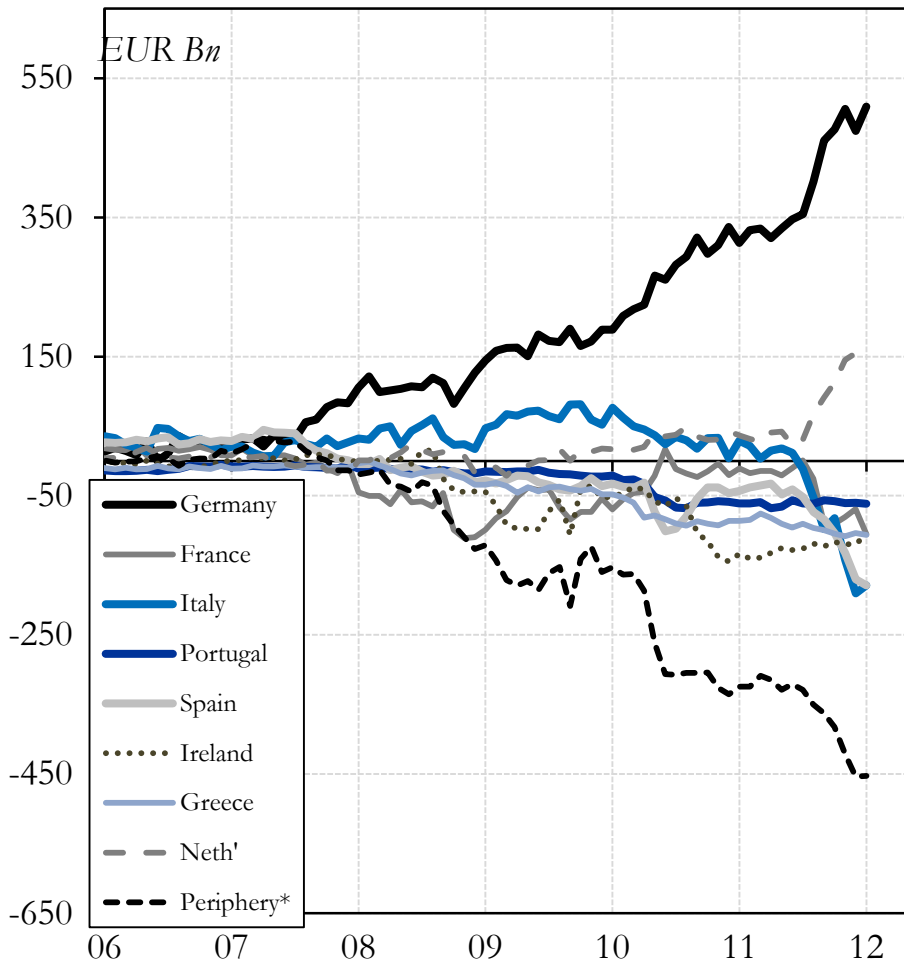


... v posledních týdnech náklady opět rostou



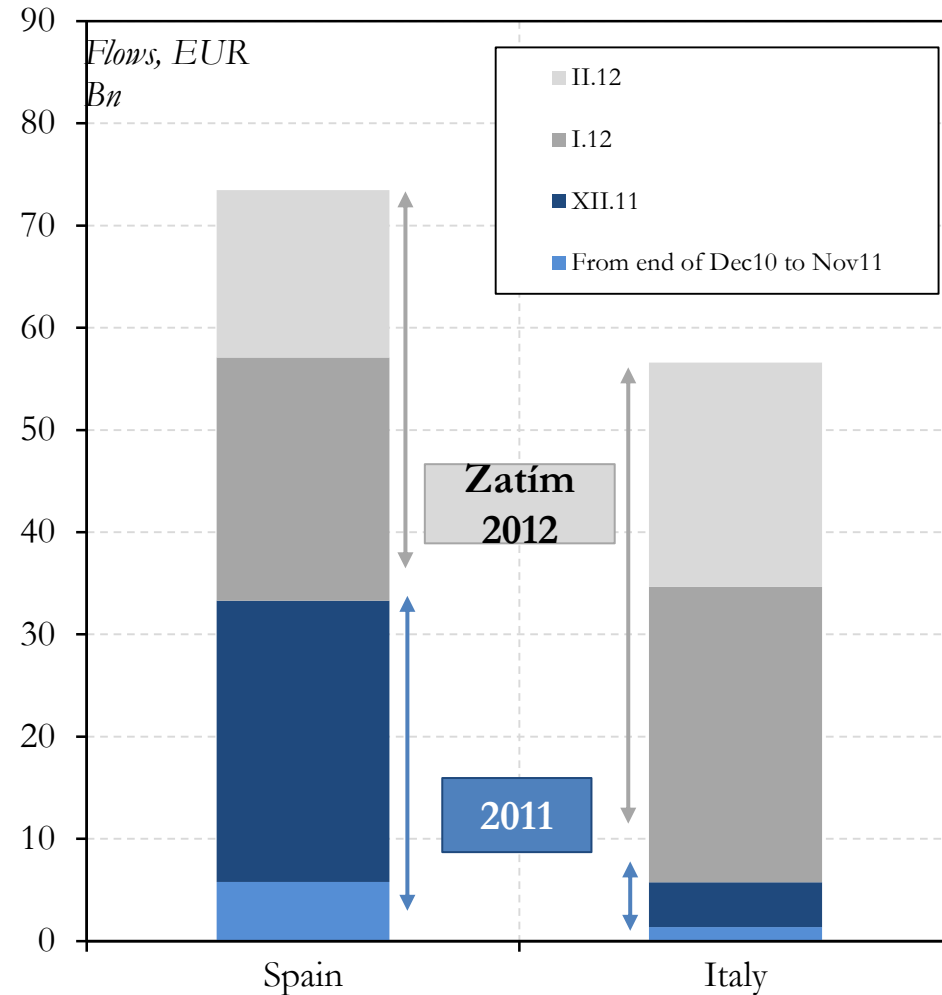
LTRO však není zadarmo

Target 2



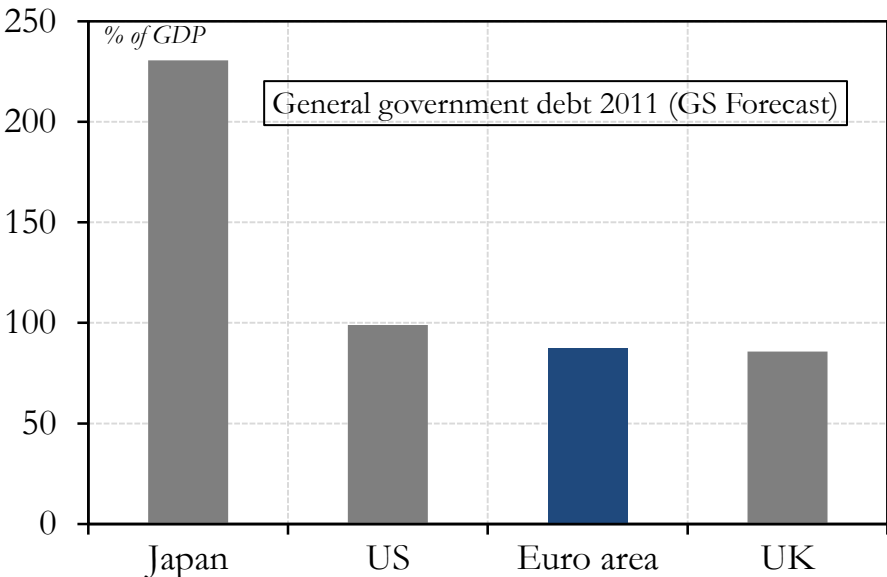
* Portugal, Ireland, Spain and Greece

Změna v držení vládního dluhu u MFI

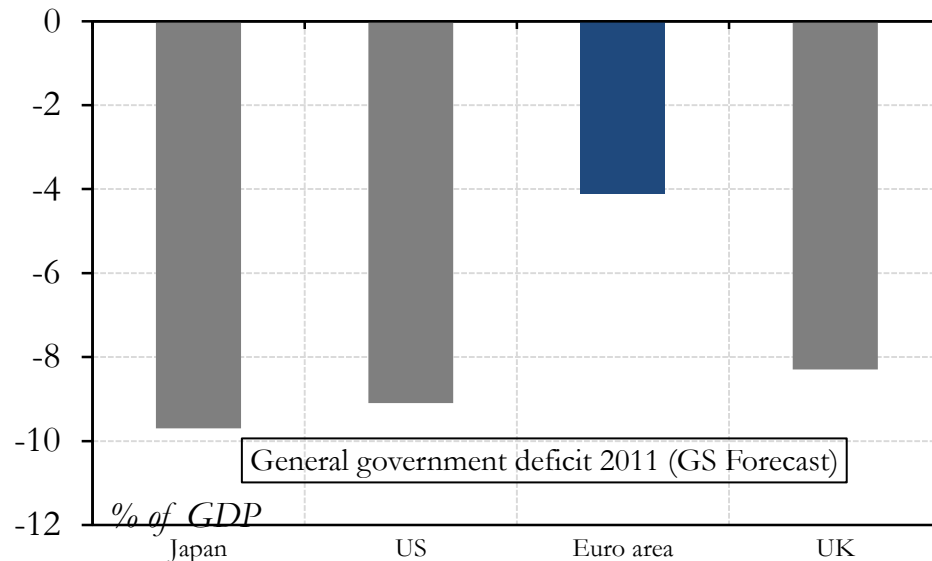


Makroekonomická divergence ...

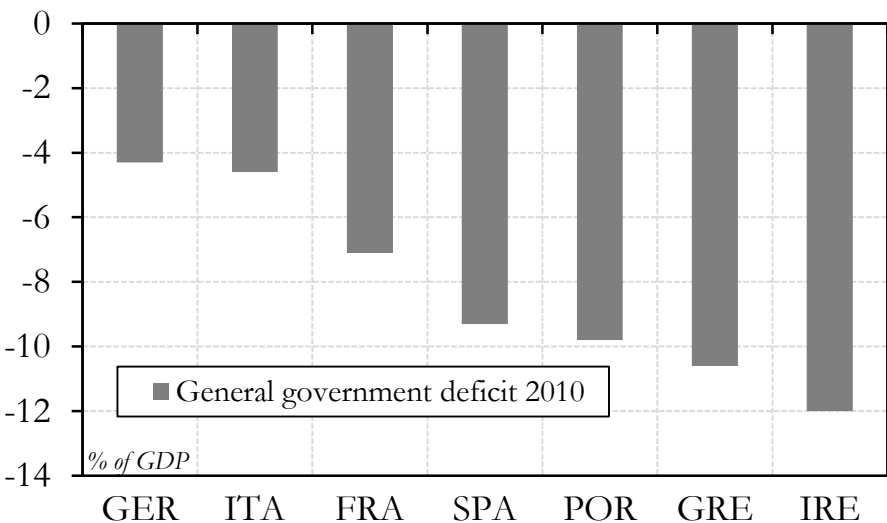
Obecně, Euro zóna má kapacit řešit fiskální problémy



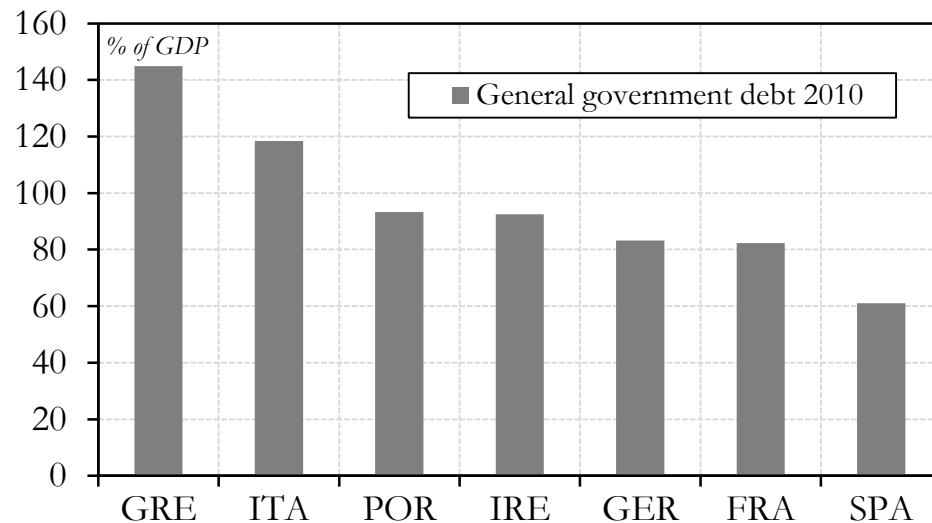
Deficity jsou srovnatelně nízké



Rozdíly v deficitech mezi jednotlivými zeměmi velké



Celková zadluženost vysoká



... a mimořádně složité přizpůsobení periferních ekonomik

- Deficit běžného účtu BoP: GRE, P mezi 12-20%, E, I mezi 7 – 12% v následujících 10 letech**
- Reálný směnný kurz: GRE, E, P: 25 – 40%**
- I potom se při realistických scénářích např. E nebo P dluh dostane pod 80% HDP až po roce 2025**
- Zásadní role rychlých strukturálních změn**

Řešení zadluženosti?

- **Krátkodobý problém:**
 - Politická (v případě některých periferních zemí i ekonomická) neprůchodnost politiky úsporných opatření
 - Politická radikalizace – viz. řecké volby, odpor vůči „německé“ nadvládě
 - Posun v ekonomické politice – pro-růstová opatření
 - Jaká (tak, aby měla okamžitý efekt, při současném řešení dluhu)? Keynesiánská stimulace agregátní poptávky? Nejistý efekt
 - Skutečné řešení – viz výše, tedy strukturální změny, efekt pouze v dlouhém období
 - !!! Modelové odhady na předcházejícím snímku: pokles podílu dluh/HDP na 80% po roce 2020 pouze za předpokladu růstu vyššího než je současná shoda!!!
- **Při dnešním politickém a institucionálním uspořádání EMU „úloha nemá řešení“**

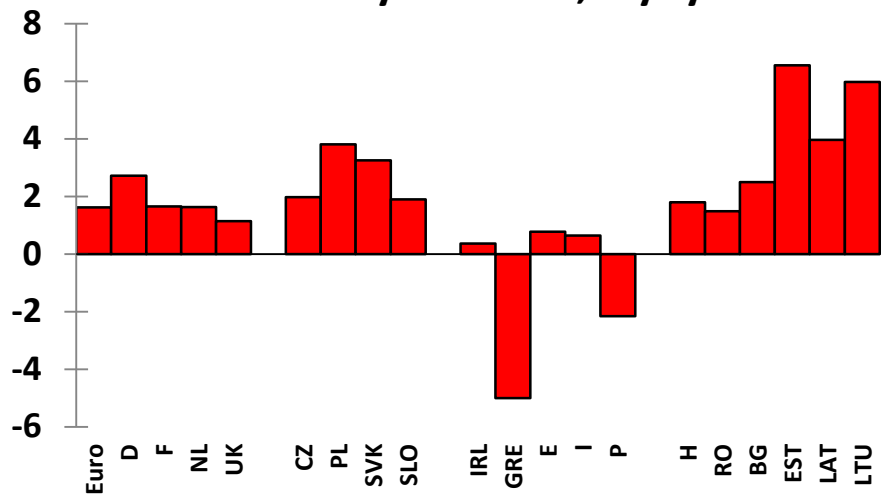
Trvalé, udržitelné řešení?

- **Postupná fiskální federalizace**
- **Doprovázená politickou integrací**
- **V dnešních evropských podmínkách zatím nesplnitelný úkol**
 - Neexistují jeden evropský „lid“
 - Demokratický deficit, rigidní evropské struktury
 - Evropský sociální model
 - ...
- **Očekávaná realita: pomalý postup vpřed, ztracené (dvě?) desetiletí**

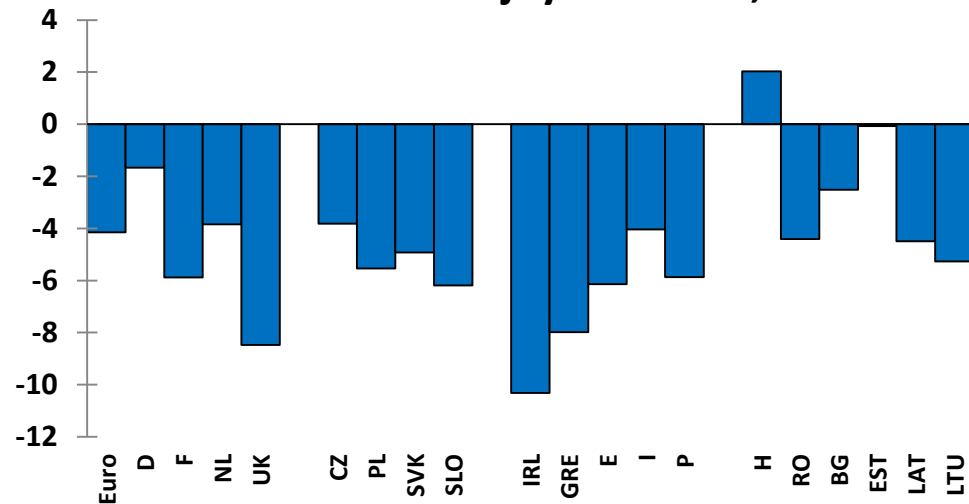
4. Střední a východní Evropa vs. Euro zóna

Evropa 2011 (1)

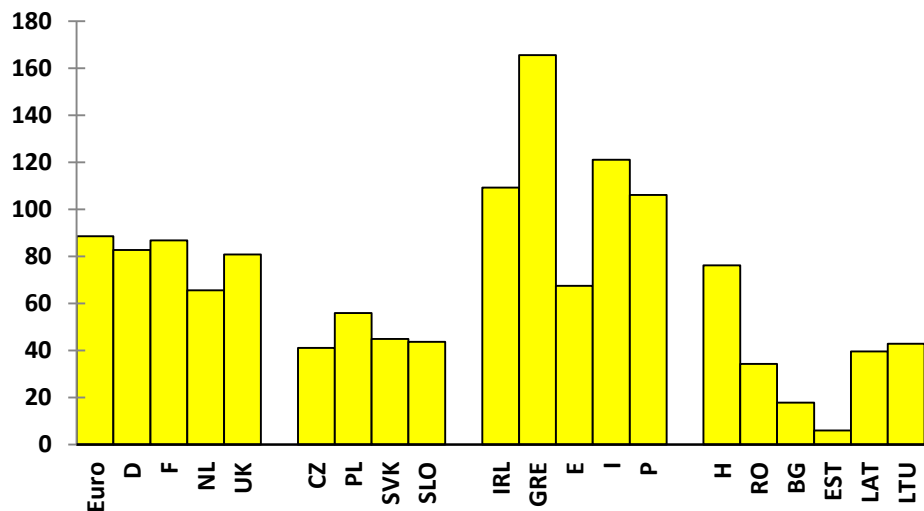
Reálný růst HDP, %yoy



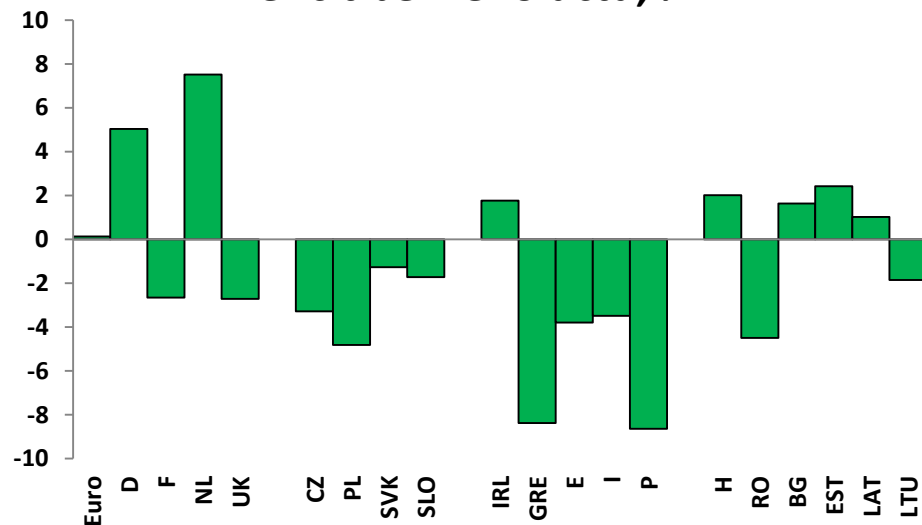
Deficit veřejných financí, %HDP



Veřejný dluh, %HDP

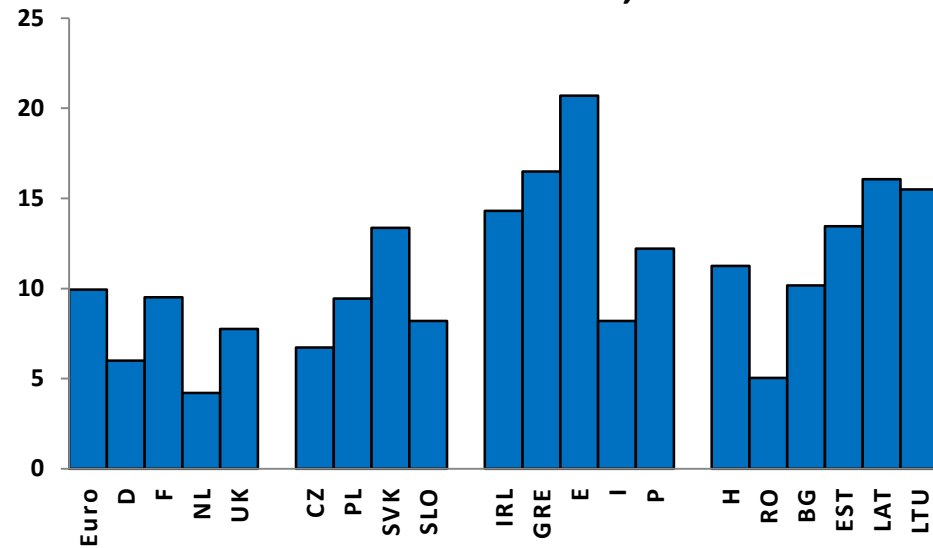


Deficit běžného účtu, %HDP

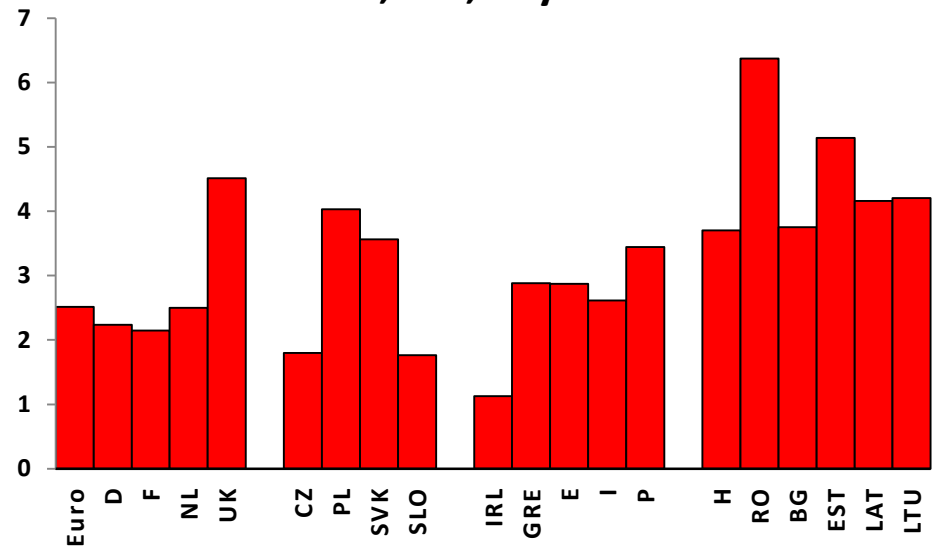


Evropa 2011 (2)

Nezměstnanost, %



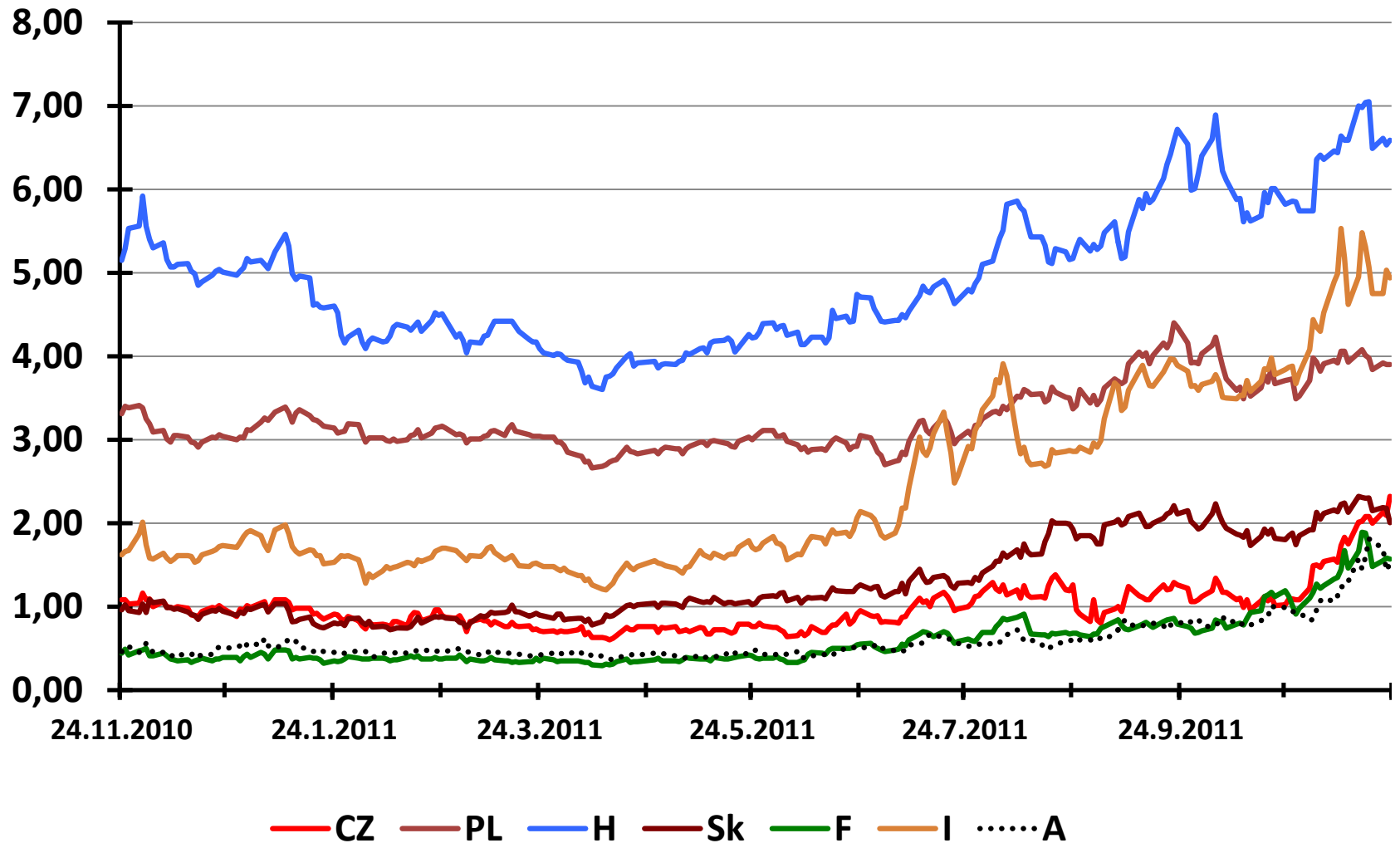
Inflace, CPI, % year end



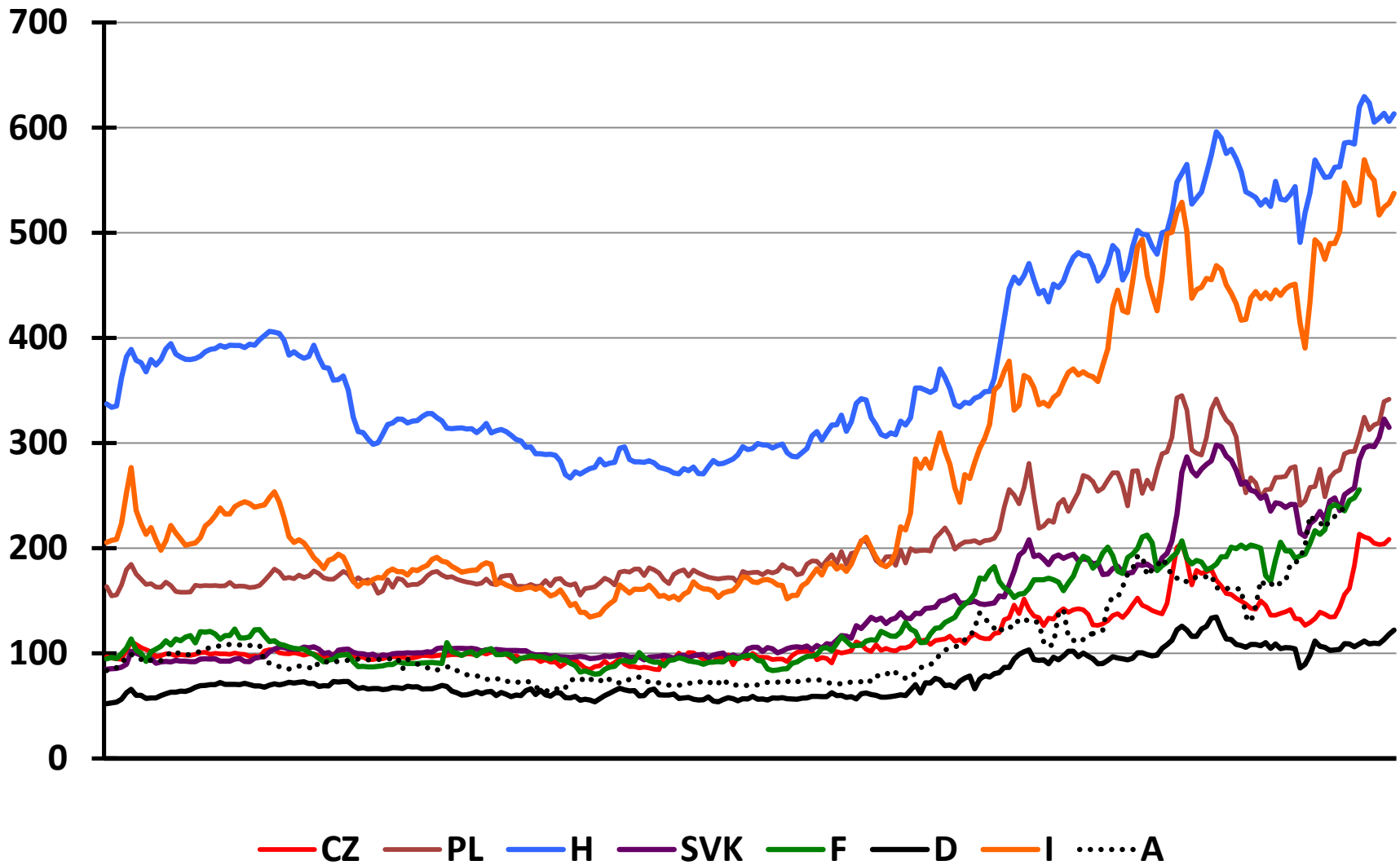
Rizika⁽¹⁾

- **Neřízený rozpad Ezóny a následná hluboká recese**
 - Závislost na exportu
 - Potenciální apreciacie znovuzavedených měn
- **Úvěrová krize z titulu velké expozice mateřských bankovních společností v CEE plus požadavky na posílení kapitálové vybavenosti**
 - Expozice rakouských bank: Podíl úvěrů na depozitech: 116% (PL) - 240% (LAT), avšak ČR cca 70%
 - Pozor na sebezničující kampaně!
 - Posun rizik, spojených se státními dluhovými instrumenty i u těch nejstabilnějších zemí Ezóny

10Y výnosy z vládních dluhopisů rozpětí vůči D



CDS USD SR 10Y Corp



Rizika ⁽²⁾

- **Slabá agregátní poptávka**
 - Rozdíl v mírách úspor, averze k riziku
 - Oddlužení domácností, kurzová rizika
 - Polsko jako výjimka
- **Hlubší krize Ezóny – měnová krize?**
 - Velmi málo pravděpodobné pro země střední Evropy
 - Další země CEE: nebezpečí nákazy, tlak na měny, potřeba vnější podpory
- **Maďarsko**

CEE: pravděpodobný scénář

- **Podmíněnost vnějším okolím:**
 - **Stabilizace Ezóny**
 - Zatím nejsou záruky, že jde o stabilizaci dostatečně robustní a dlouhodobou
 - **Mírné oživení v 2.polovině 2012**
 - **Pomalý růst po zbytek dekády**
- **Menší otevřené ekonomiky CEE (tedy všechny, kromě Polska) budou v krátkém a středním období kopírovat růstovou dynamiku silných zemí Ezóny, především Německa**
- **Bankovní sektor a dodatečná rizika**
- **Po celkové stabilizaci, PL, CZ, SK, SLO – návrat na konvergenční trajektorii**

Česká ekonomika v roce 2012 ⁽¹⁾

- **Makroekonomicky stabilní**
- **Pomalý růst**
 - Slabá domácí agregátní poptávka
 - Závislost na vnější poptávce
 - Nutná fiskální restrikce
- **Rizikový bankovní sektor**
 - Dostatečná makroregulace ze strany ČNB
 - Úvěrová politika pod vlivem bankovních centrál mimo ČR, případně pod vlivem zahraničního regulátora

Česká ekonomika v roce 2012 ⁽²⁾

- **Strukturální charakteristiky:**
 - 2005-2010: ztráta konkurenceschopnosti, relativně k jiným zemím malá
 - Při sektorovém rozčlenění minimální ztráta konkurenceschopnosti ve zpracovatelském průmyslu, ve službách či stavebnictví horší
 - Základní zdroj hospodářského růstu: zpracovatelský průmysl, orientovaný exportně a sub-dodavatelsky
 - Závislost na kvalifikované pracovní síle, transportní a telekomunikační infrastrukturu a logistice

5. Evropská integrace – jak dál?

Podkopaná důvěra

- **Nejde jen o Euro, byť to přispělo ke ztrátě důvěryhodnosti**
- **Vytrácí se důvěra v základní stavební kameny integračního proces**
 - **Otevřená společnost, multikulturalismus**
 - **Sociální model**
 - **Volný pohyb lidí i výrobních faktorů přes hranice**
 - ...
- **Hrozí rozštěpení Evropy**
 - **Nejen z pohledu Eura (Sever x Jih)**
 - **Z pohledu integrace jako takové**

Hospodářské zájmy ČR a EU?

- **Krátkodobá závislost ČR na exportu: máme zájem na stabilizaci Ezóny**
 - Samostatný problém bankovního sektoru
- **Současně musíme udržet i vlastní makroekonomickou stabilitu**
 - fiskální kompakt?, vlastní hospodářská politika, fiskální pravidlo
- **Patříme do Evropy a vždy budeme malá, otevřená, exportně orientovaná ekonomika: máme zájem na udržení a prohloubení společného trhu a Schengenského prostoru**
- **Ošidná krize Ezóny: pro nás rozhodující země až tak v krizi nejsou (D, A, Skandinávie, NL, atd.): udržet a případně prohloubit konkurenceschopnost (směrem k většímu podílu výroby s vysokou přidanou hodnotou) našeho zpracovatelského průmyslu**
 - Nejde jen o mzdy, ULC, REER, atd., ale i infrastrukturu, vzdělanost a kvalitu pracovní síly, pružnost ekonomiky a především pracovního trhu, transparentnost a regulatorní, institucionální a legislativní podmínky pro podnikání

Politické zájmy ČR

- **Základní zájem: sounáležitost se zeměmi, kde máme společné historické, kulturní a hospodářské kořeny ...**
 - Německo, Rakousko, Polsko, Slovensko, Slovinsko
- **... či sdílíme řadu podobností**
 - Benelux, možná další
- **Hledejme však i cestu k fundamentálním změnám**
 - EU na to však dosud není připraveno, jediná cesta: pragmaticky napomáhat udržení otevřeného evropského prostoru (Schengen, jednotný trh) a současně – stejně pragmaticky – hledejme pro ČR nejvýhodnější krátkodobé postoje

Děkuji za pozornost

www.vdlouhy.cz