

Krize eurozóny

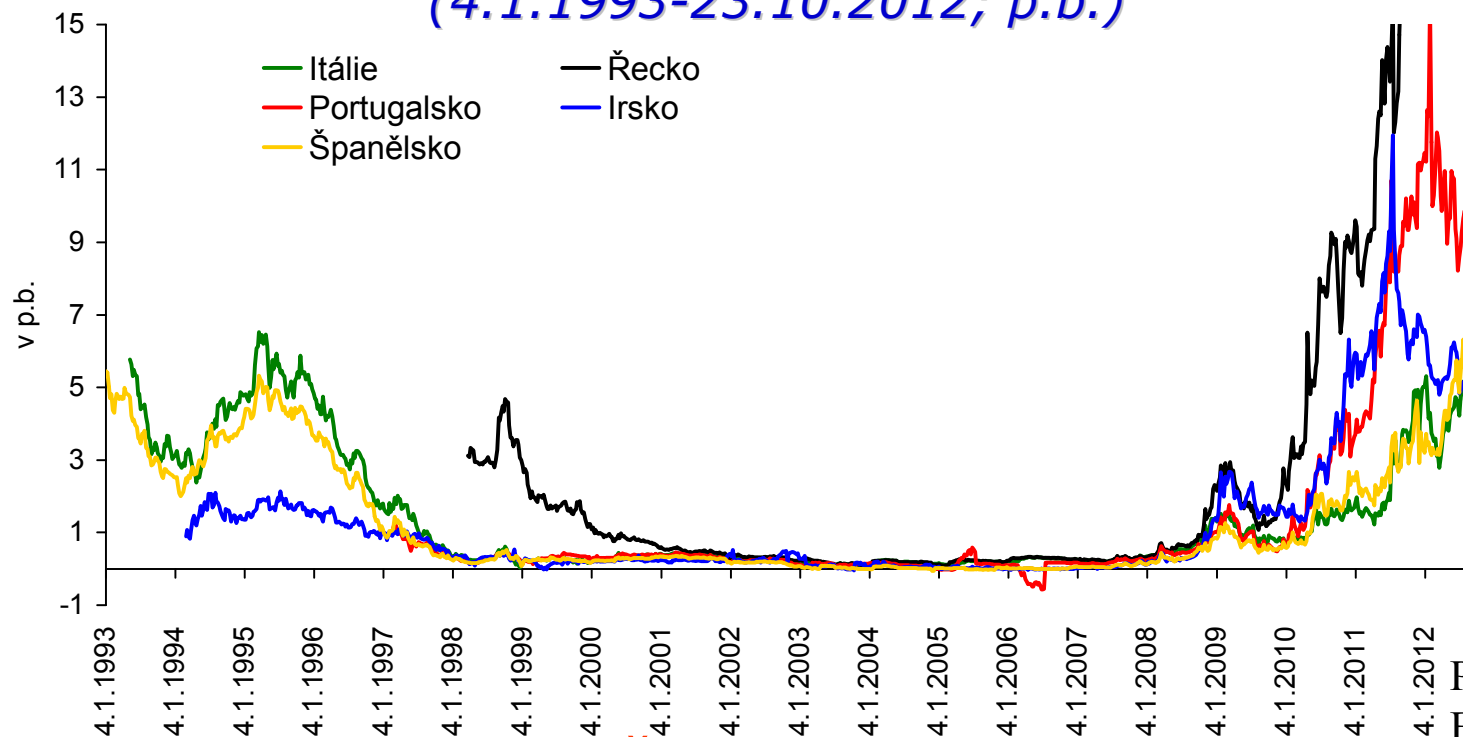
Miroslav Singer
guvernér, Česká národní banka

10. Mezinárodní konference European Governance
– Corporate Governance „Perspektivy eurozóny“

Praha, 26. října 2012

Eurozóna jako cesta od vysokých spreadů ... k vysokým spreadům

*vývoj spreadů 10Y vládních dluhopisů vůči německým dluhopisům
(4.1.1993-23.10.2012; p.b.)*



Zatímco spready Itálie a Španělska se v krizi dostaly na srovnatelnou úroveň jako před vznikem eurozóny, spready Irska, Portugalska a Řecka vzrostly výrazně nad tuto úroveň

Prvních deset let eurozóny

- Měnová integrace postupovala rychlým tempem
- Úvěry plynuly přes hranice v rostoucích objemech
- Konvergovaly úrokové sazby
- Eurozóna podněcovala růst obchodu
- Země jižního křídla rychle rostly

První desetiletí eura vytvářelo zdání, že jde o funkční a úspěšný projekt – eliminace kursového rizika nebyla v podstatě nikým zpochybňována

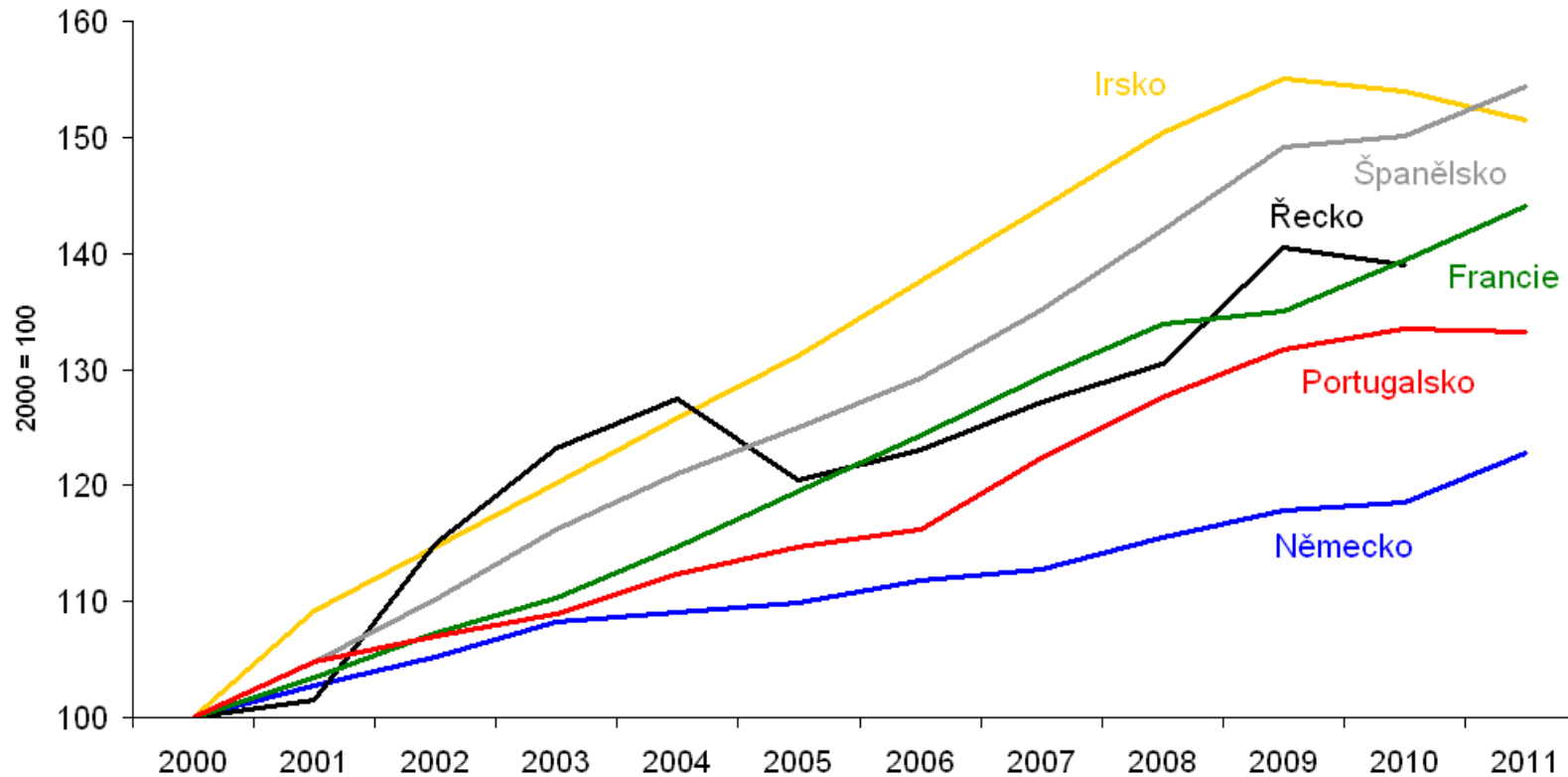
Koordinace politik v eurozóně

- Roli hlavního koordinačního mechanismu eurozóny měl hrát Pakt stability a růstu (jako nedokonalý předobraz fiskální unie?)
 - Jeho cílem bylo omezit tzv. černé pasažérství: náklady případné fiskální nedisciplinovanosti černého pasažéra se rozkládají na všechny země (pokud by země měly vlastní měny, rostla by jim úměrně se zadlužováním úroková sazba na obsluhu dluhu)
 - Architekti eurozóny očekávali, že Pakt bude stačit k vynucení fiskální disciplíny
 - Avšak 1): nebyl definován způsob řešení finančních krizí, resp. postup při pomoci vládám, které by se dostaly do platební neschopnosti
 - Avšak 2): nebyl definován exit z eurozóny \Rightarrow jednosměrná ulice
- Víra, že členství v eurozóně povede k větší disciplíně hospodářských politik (a politiků), se ukázala být iluzí; v roce 2005 změkčení SGP (z popudu Německa a Francie)*

Prvních deset let: problémy 1/2

- Eurozóna již při svém vzniku nebyla optimální měnovou oblastí a nesměřovala k ní (přetrvávaly rozdíly v konkurenceschopnosti)
- Kapitál sice proudil do ekonomik, které nabídly vyšší úrokový výnos, ale pouze za cenu vyššího rizika (toto riziko věřitelé – většinou banky zemí „jádra“ eurozóny – ignorovali, neboť předpokládali, že v nejhorším bude rizikovějším ekonomikám pomoheno) \Rightarrow eurozóna tedy nepřinesla očekávanou lepší alokaci kapitálu
- Snadný přístup k levným úvěrům podněcoval rychlý růst soukromých i veřejných výdajů \Rightarrow deficity běžného účtu
- Příliv kapitálu + nízké reálné úrokové míry v zemích s vyšší inflací \Rightarrow přehřívání těchto ekonomik

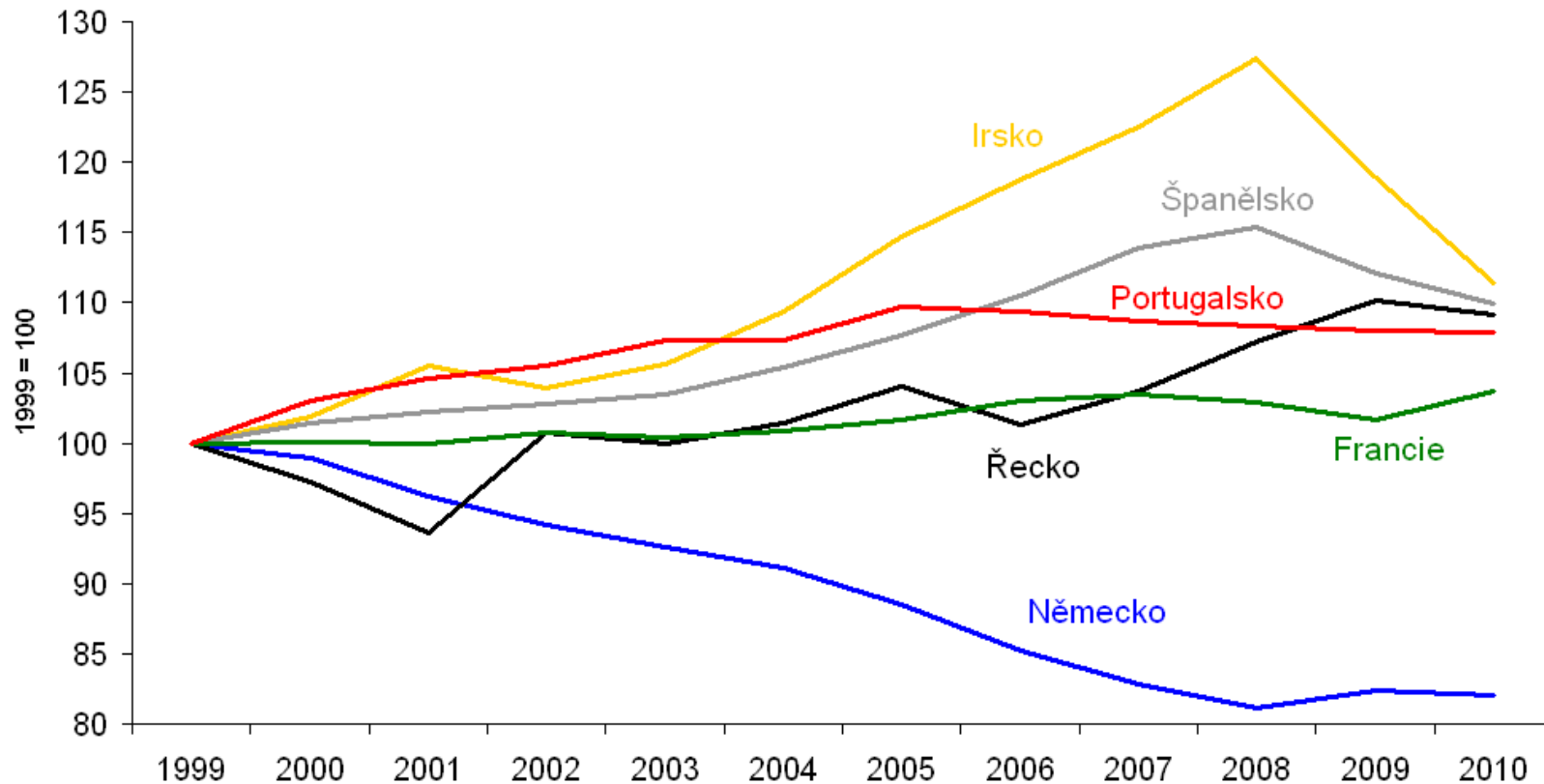
Index pracovních nákladů



Pramen: Eurostat

V důsledku reforem trhu práce rostly pracovní náklady v Německu pomaleji než jinde – Německo tak získávalo cenovou konkurenceschopnost

Reálné efektivní měnové kurzy

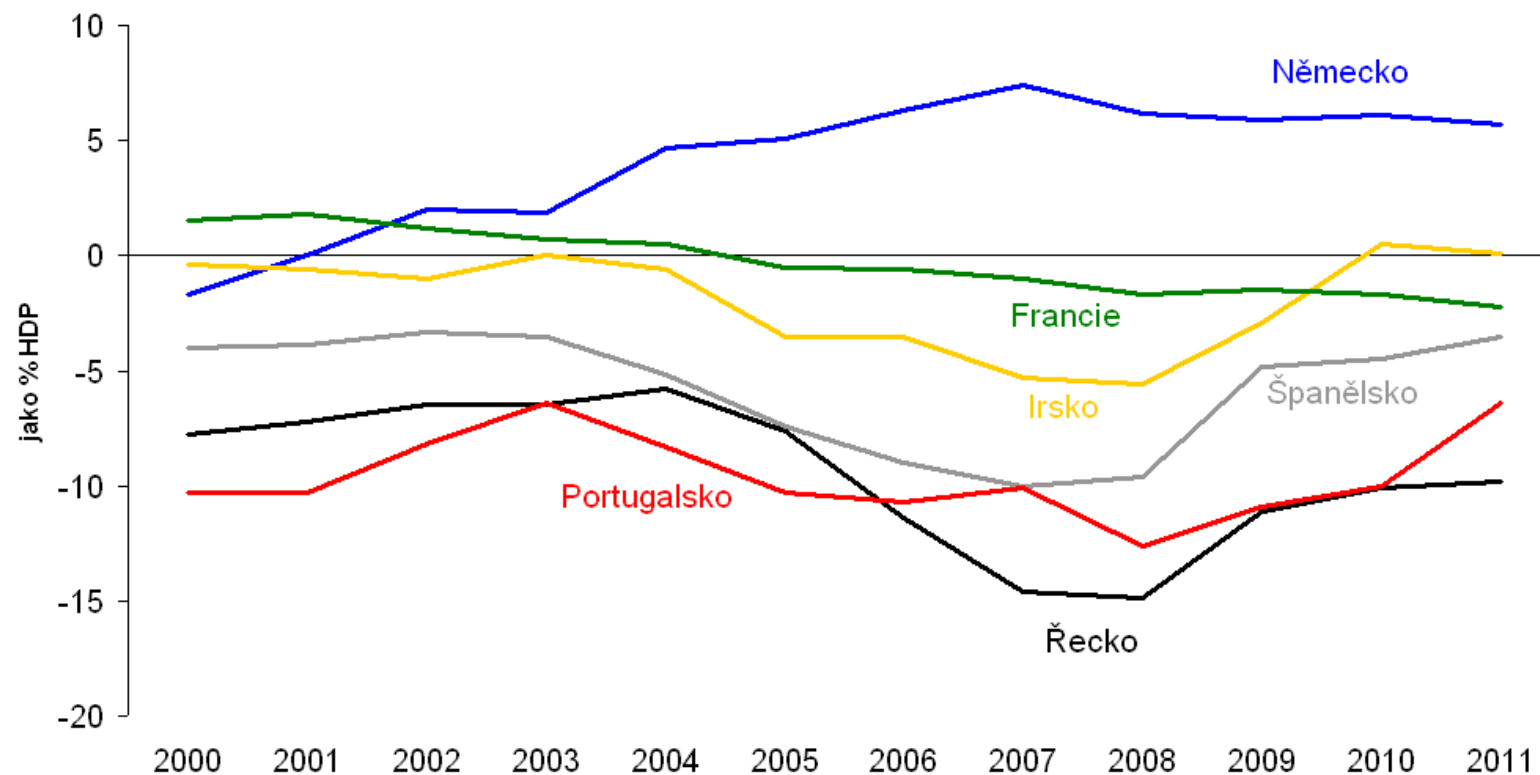


Poznámka: Deflátorem jsou jednotkové náklady práce; obchodní partneri: 16 zemí eurozóny

Pramen: Eurostat

Mezera konkurenceschopnosti mezi Německem a jinými zeměmi v minulém desetiletí výrazně vzrostla

Bilance běžného účtu (jako % HDP)



Pramen: Eurostat

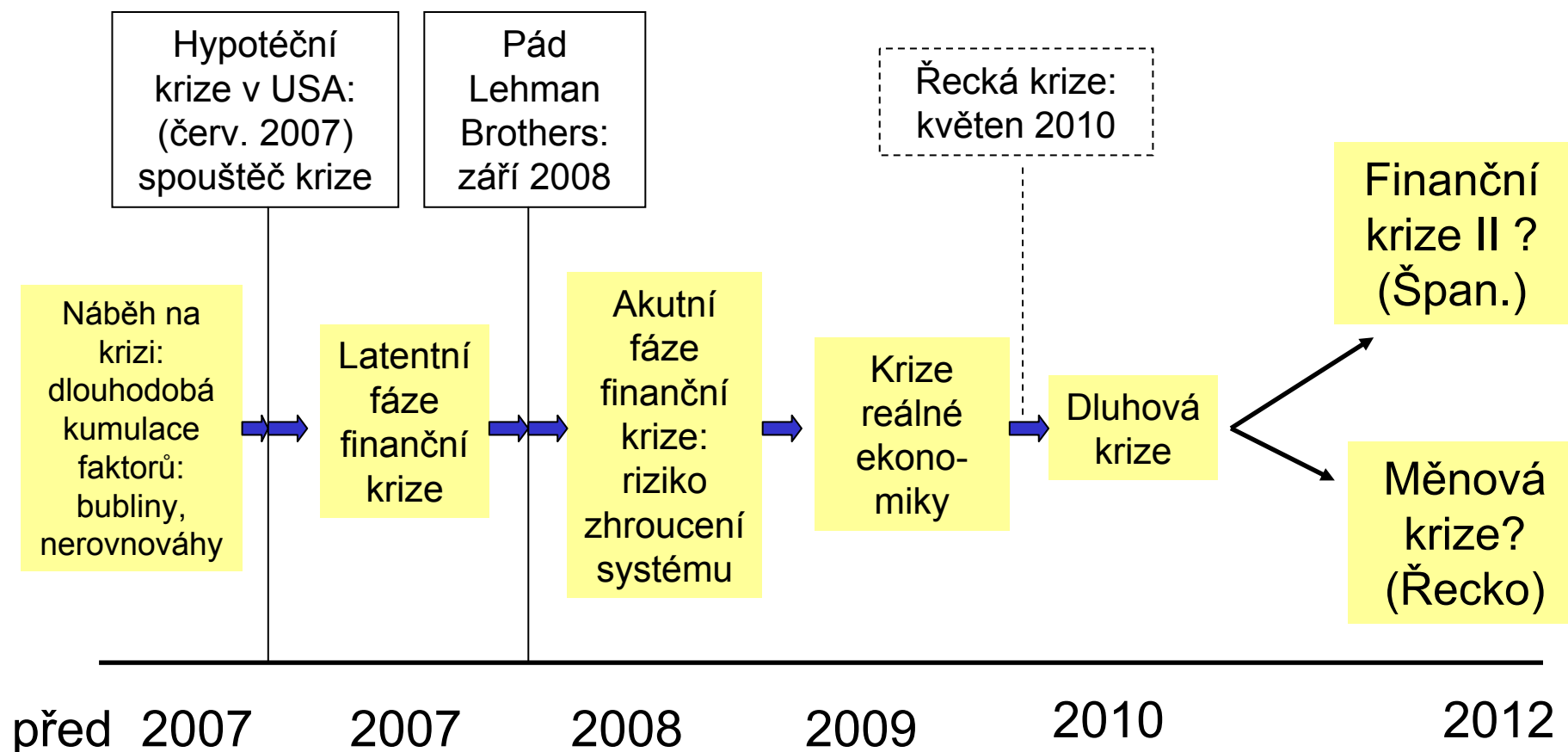
Deficity běžných účtů zemí jižního křídla byly vyvažovány přebytky běžného účtu Německa; (během krize dochází ke zmírnění deficitů)

Prvních deset let: problémy 2/2

- Některé země eurozóny nevyužily dobrých časů (hospodářského růstu) ke konsolidaci veřejných financí, tj. ke snížení strukturálních schodků a dluhů
- Pravidla eurozóny nebyla dodržována
- Politické elity EU nebyly na krizi připraveny: názorové obraty, bagatelizace problémů, kupování času místo skutečných řešení

Eurozóna podněcovala přehřívání méně rozvinutých ekonomik, což zastíralo strukturální rozdíly mezi zeměmi, nedostatky institucionálního rámce a nedostatečnou fiskální disciplinu

Hlavní fáze krize

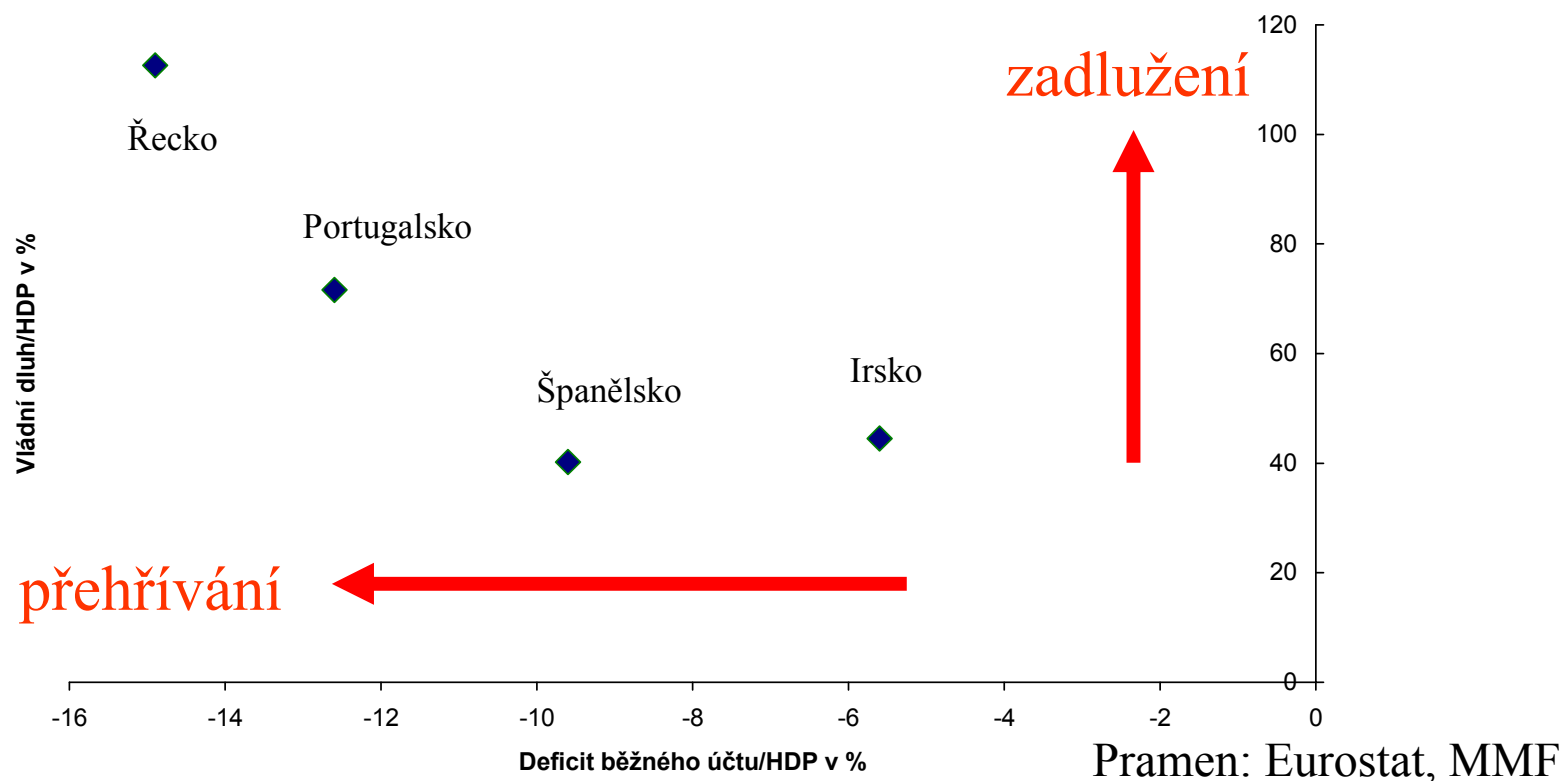


Jednotlivé fáze krize byly výsledkem předchozího vývoje, přijatých politik a přizpůsobovacích mech.

Dluhová krize

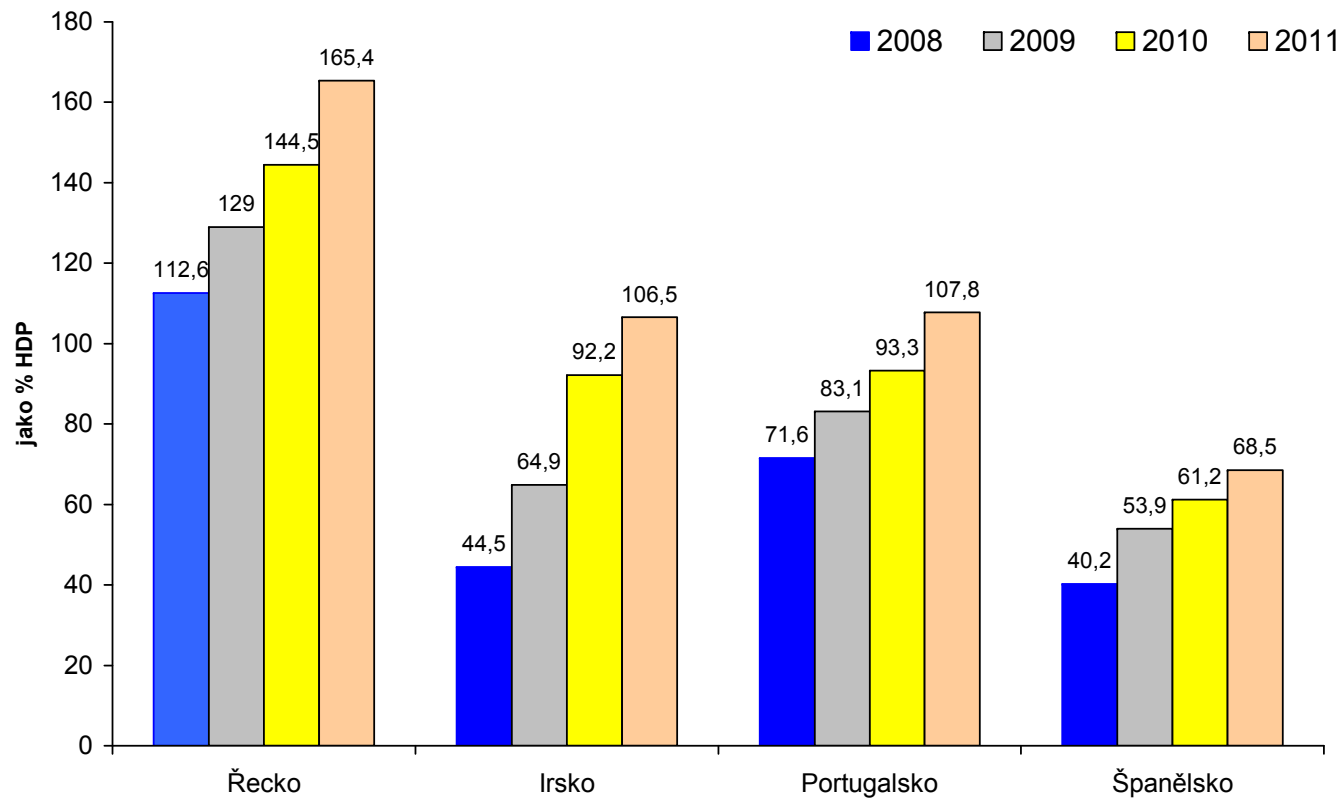
- Některé země si před krizí „žily nad poměry“ (Řecko dlouhodobě!)
 - Jiné země (např. Španělsko, Irsko) sice hospodařily poměrně střídmě, ale: 1) záchrana bank 2) podpora poptávky během krize 3) hospodářský pokles výrazně zhoršily jejich fiskální situaci
 - Přibližně dva měsíce po vypuknutí finanční krize začaly trhy diferencovat mezi bonitou vládních dluhů různých členských zemí
 - Dluhová krize: financování veřejného dluhu na trhu se pro některé země v určité chvíli stalo příliš drahé (či nemožné), takže výše dluhu hrozila, že se vymkne kontrole (dluhová spirála)
 - Fiskální politika se tak ve většině zemí EMU stala dodatečným zdrojem šoků, místo aby byla jejich tlumičem
- Dluhová krize: veřejné finance dané země se dostanou do natolik špatného stavu, že před proticyklickým (tj. stabilizačním) působením veřejných financí dostane přednost jejich konsolidace (byť přispívá k recesi)**

Dvojí nerovnováha: deficity běžného účtu a vládní dluhy v roce 2008 (jako % HDP)



Zadlužení Irska a Španělska nebylo v roce 2008 nijak kritické; Portugalsko a zejména Řecko však bylo značně zadlužené a navíc velmi přehřáté

Růst dluhu v letech 2008-2011 (jako % HDP)



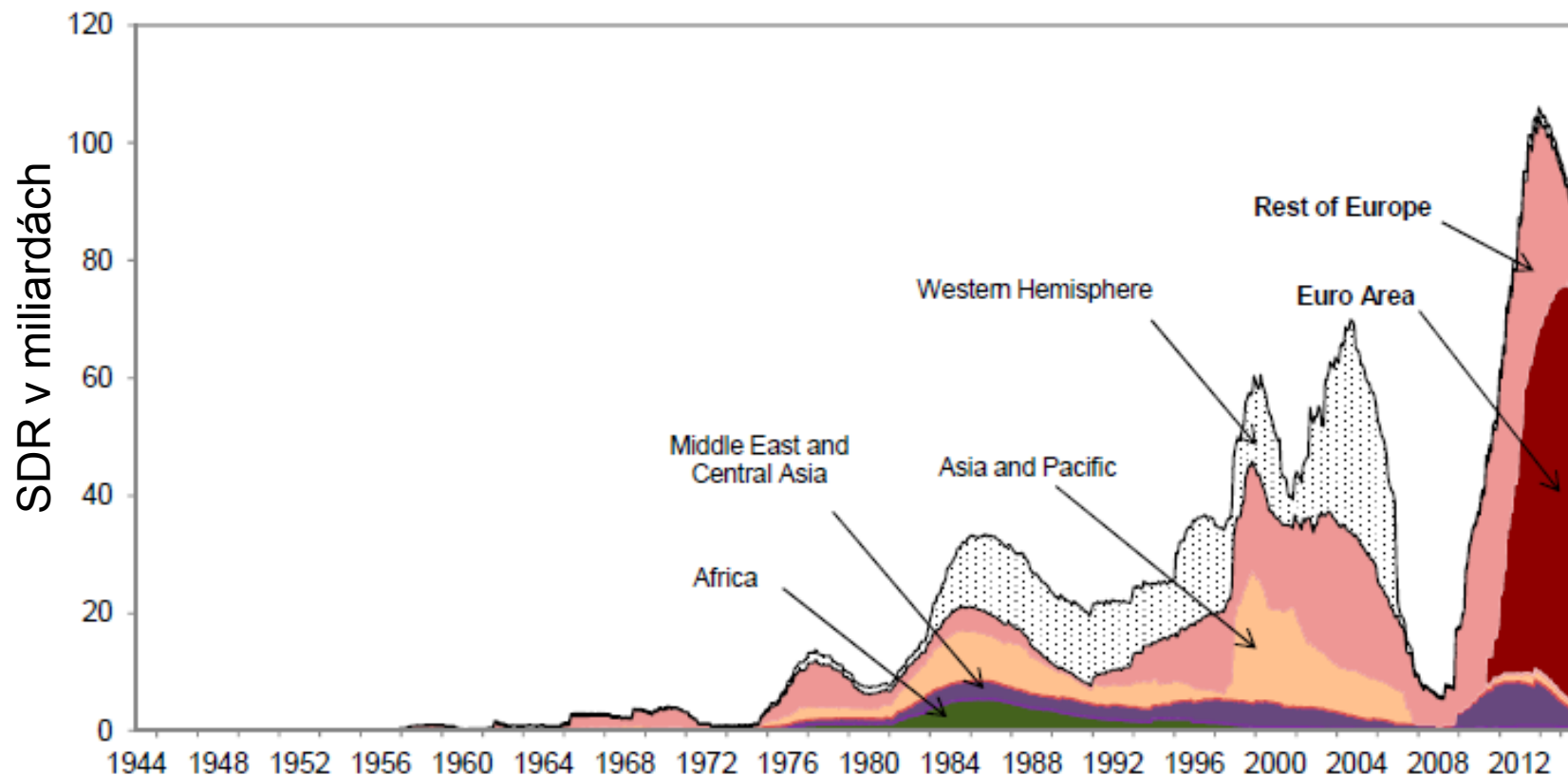
Zadlužení všech čtyř zemí vzrostlo velmi rychle na velmi vysokou úroveň (relativně nejlepší: Španěl.)

Přesun dluhů



Během krize docházelo k masivnímu přesunu dluhů do veřejných financí; tento přesun však neznamenal jejich vyřešení

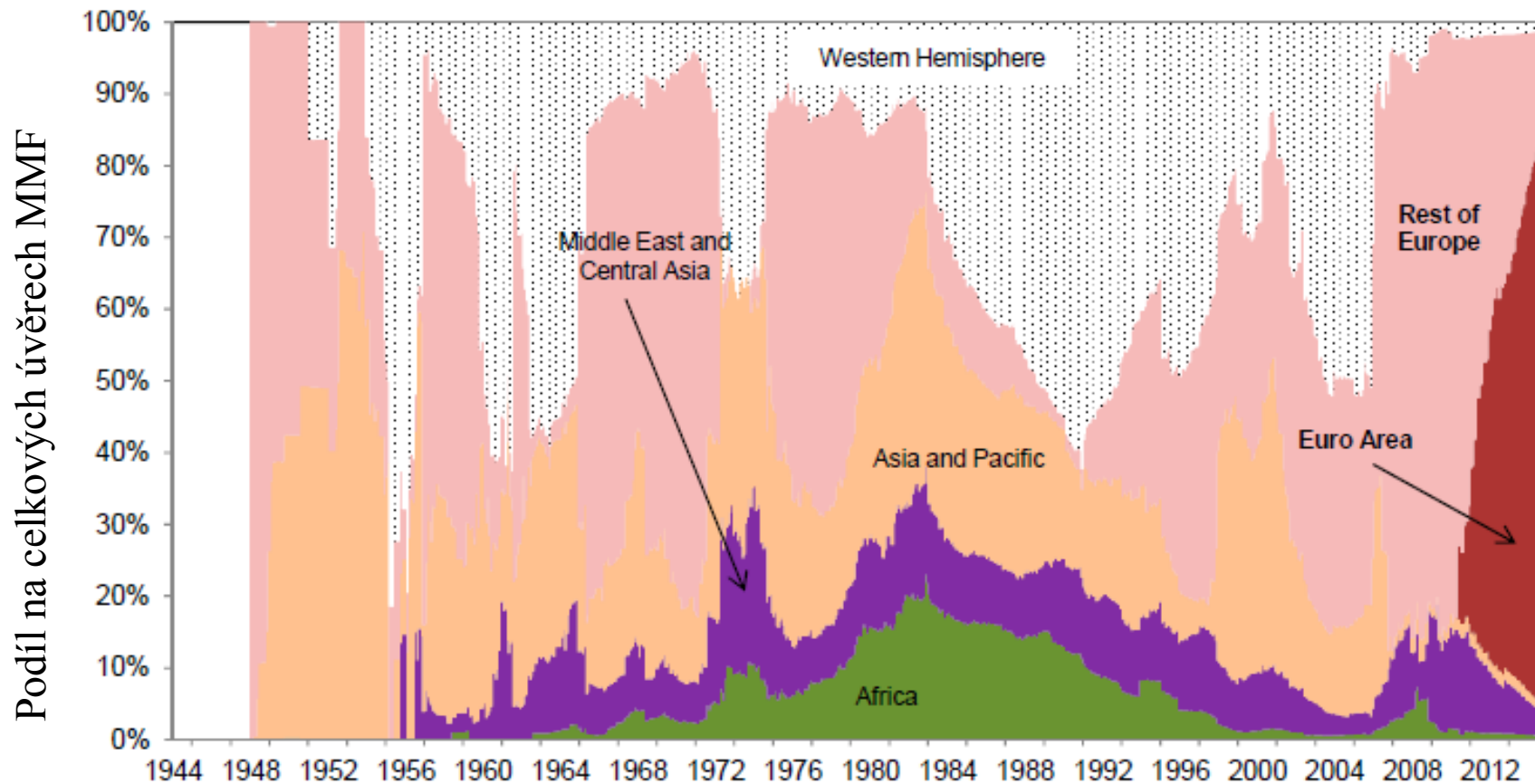
MMF or EMF – absolutní hodnoty poskytnutí úvěrů podle regionů (1944-2014)



Pramen: MMF

Objem úvěrů eurozóně dosáhl v absolutním vyjádření bezprecedentní výše

MMF nebo EMF – proporce poskytnutí úvěrů podle regionů (1944-2014)



Pramen: MMF

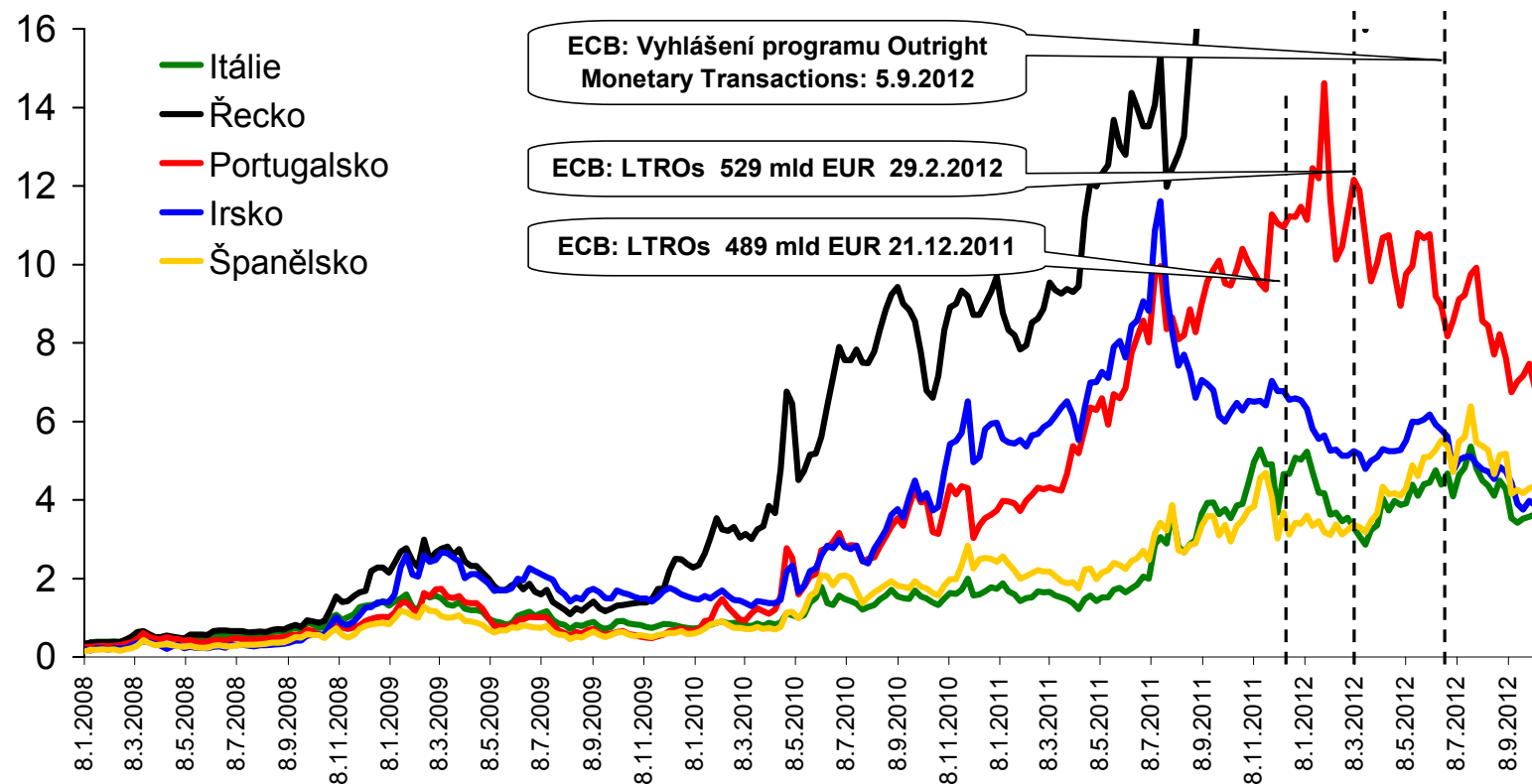
Evropa (a v ní eurozóna!) se během krize stala
nejvýznamnějším zákazníkem MMF

Dosavadní způsoby řešení dluhové krize zemí jižního křídla

- Fiskální konsolidace v podobě snižování primárního schodku = skutečné řešení problému, byť za cenu zpomalení růstu či recese
- Vytváření stabilizačních fondů EFSF a ESM: rozkládání dopadů na jiné země (+ MMF) prostřednictvím fiskálních transferů
- Nákup státních dluhopisů Evropskou centrální bankou: rozkládání dopadů prostřednictvím bilance ECB
- Prohlubování nerovnováh v rámci TARGET 2 (hlavní věřitel – Německo; hlavní dlužníci – země jižního křídla): překlápění nerovnováh uvnitř EMU do méně zjevné podoby

Zatímco fiskální konsolidace představuje řešení příčin dluhové krize, ostatní politiky rozkládají břemeno dluhové krize na jiné a „kupují si čas“

Vývoj spreadů 10Y vl. dluhopisů vůči něm. dluhopisům (7.1.2008-23.10.2012; p.b.)

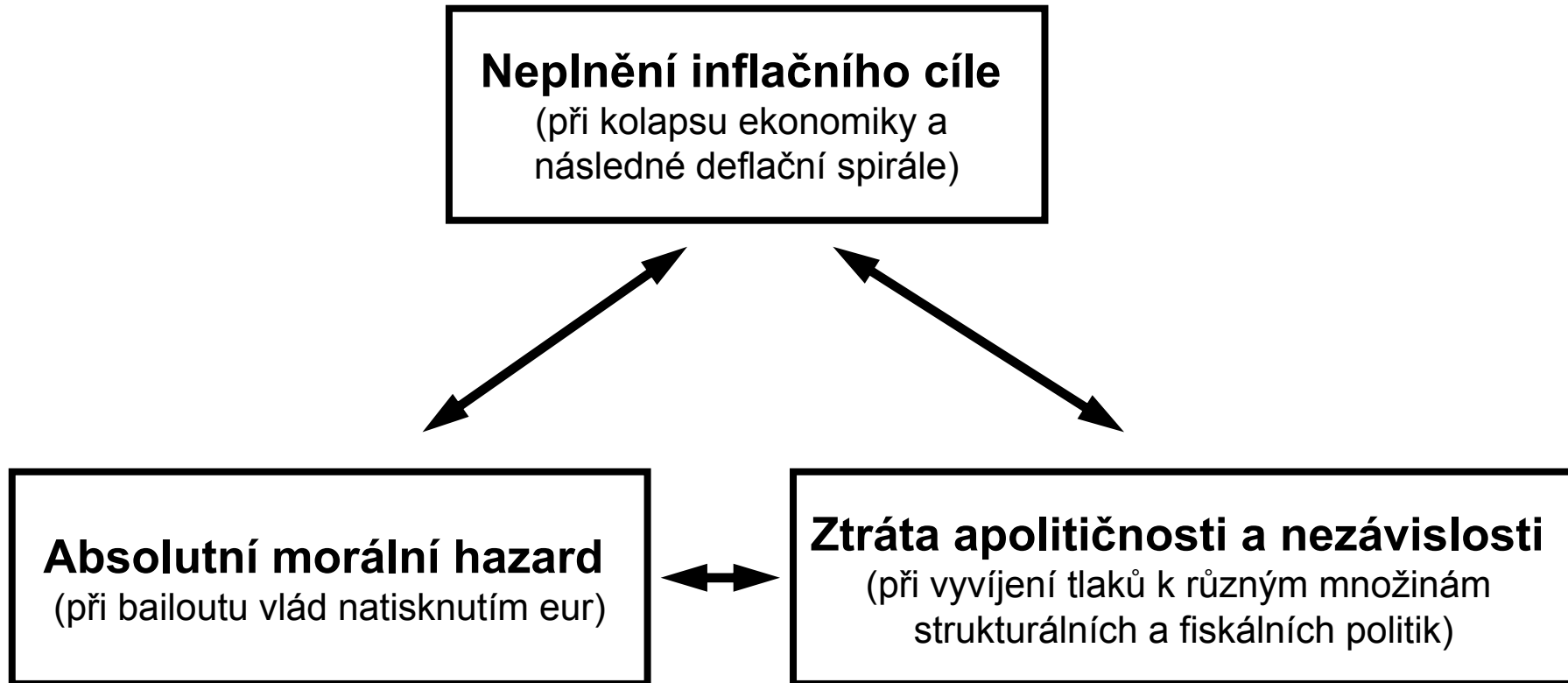


Pozn. LTRO: longer-term refinancing operation

Pramen: Bloomberg, vlast. výpočet

Po vyhlášení programu Outright Monetary Transactions (5.9.) začaly spready klesat

Trojúhelník rizik ECB



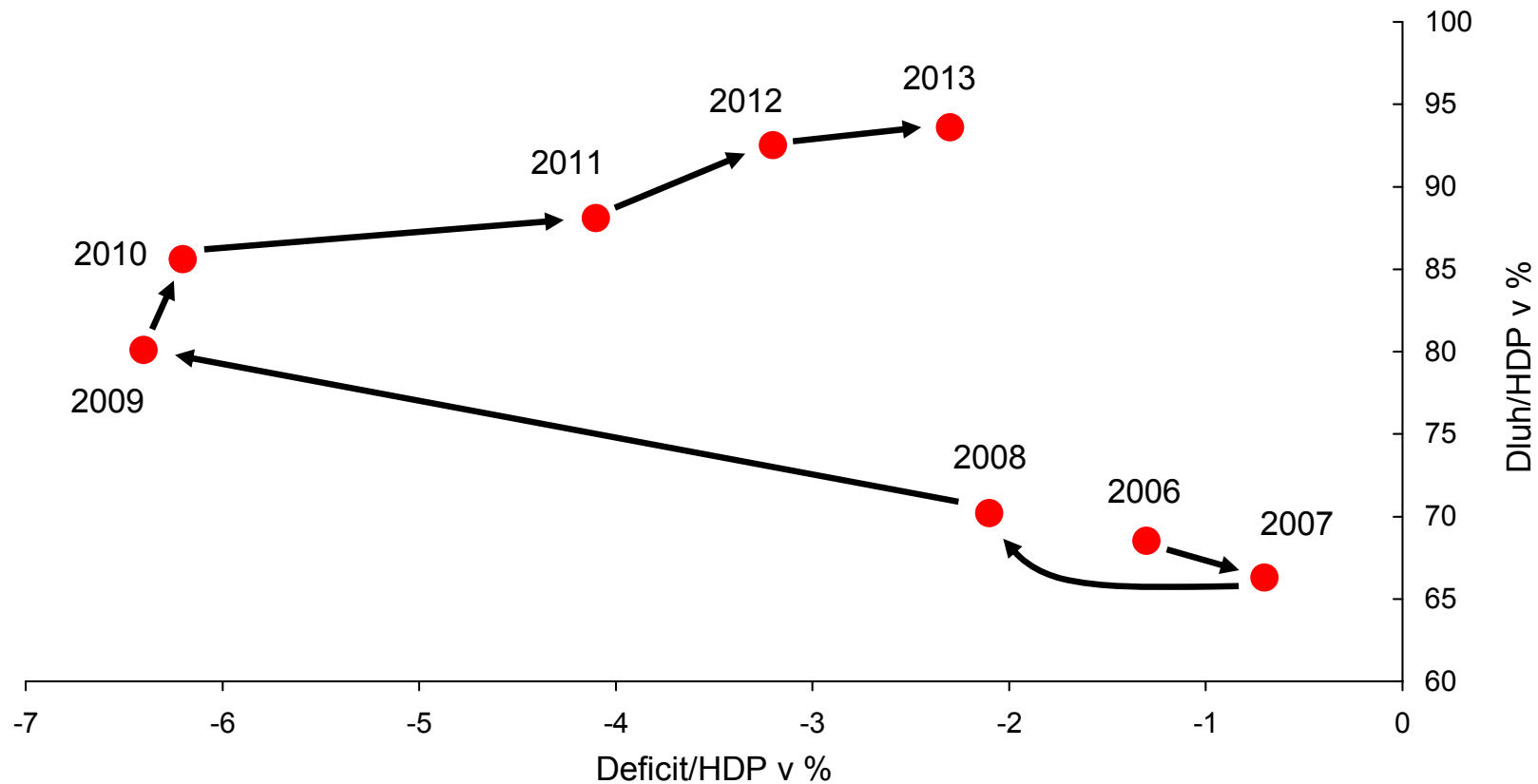
V jakémkoliv rohu trojúhelníka by ECB brzy ztratila to nejcennější, co CB má – kredibilitu; i pouhé kličkování mezi třemi rohy vede k její postupné erozi

Rizika dalšího vývoje

- Negativní zpětné vazby mezi: 1) zranitelným finančním systémem, 2) stagnujícími ekonomikami a 3) zadluženými veřejnými financemi – přetrvává velmi křehká rovnováha mezi třemi vrcholy
- Fiskální konsolidace působí procyklicky \Rightarrow zpomalování růstu
- Stabilizace dluhu některých zemí se dostaví až za několik let, a to na vysoké úrovni – při zpomalení hospodářského růstu roste riziko roztočení dluhové spirály
- Pomalé zavádění strukturálních reforem v zemích jižního křídla \Rightarrow přetrvávají strukturální rozdíly mezi zeměmi
- Odliv vkladů z některých zemí jižního křídla
- Slábnutí politické podpory projektu eura

Kupování času je sice možné, ale je třeba ho využít; jinak rostou náklady udržování eurozóny „při životě“

Vládní deficity a dluhy v eurozóně (2006–2013; jako % HDP)



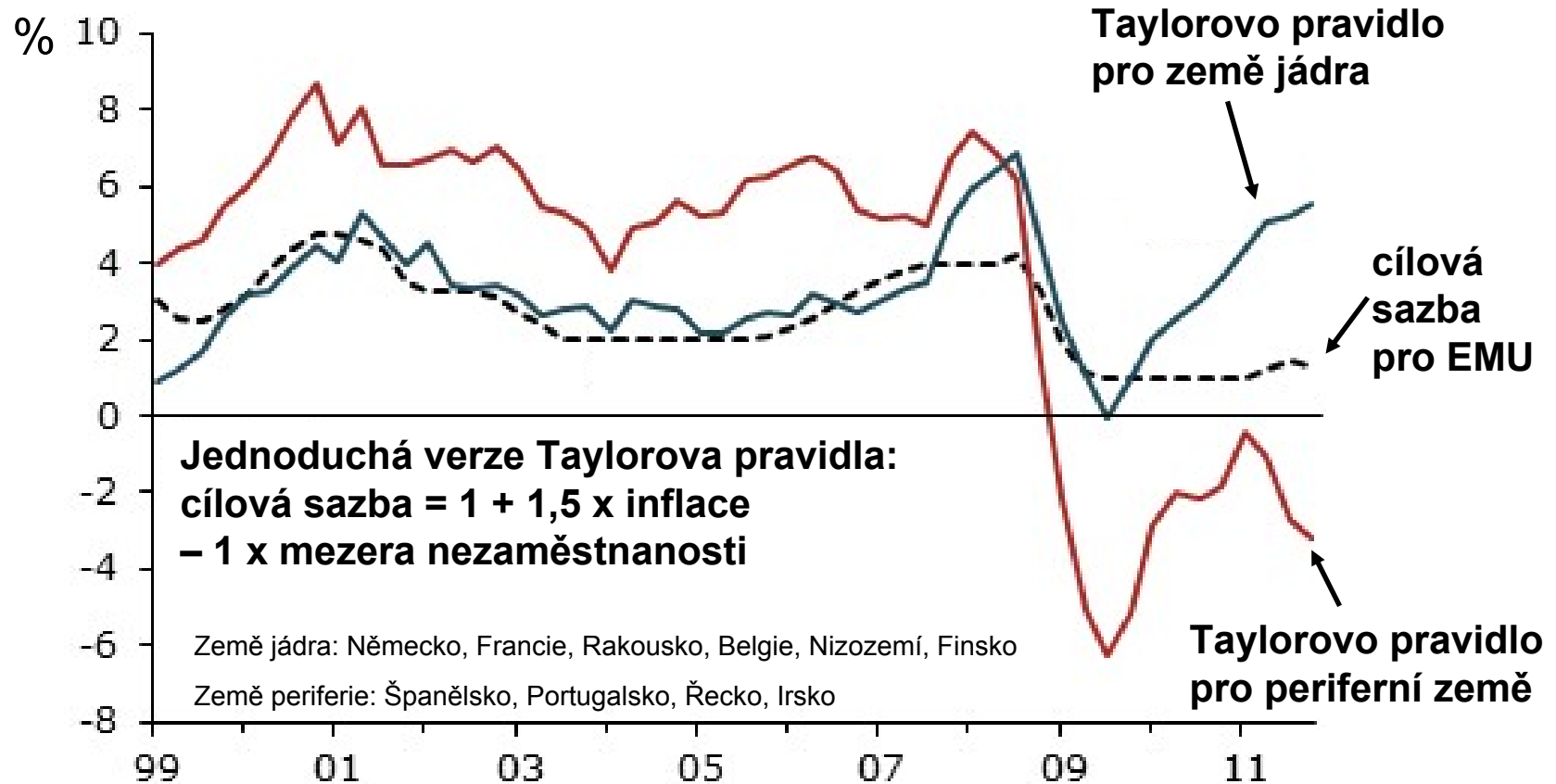
Poznámka: roky 2012 a 2013 jsou předpovědi MMF

Pramen: Eurostat, MMF

I když deficity začaly po roce 2009 klesat, vládní zadlužení nadále roste (a poroste)

Jedna velikost padne všem? 2010-2012

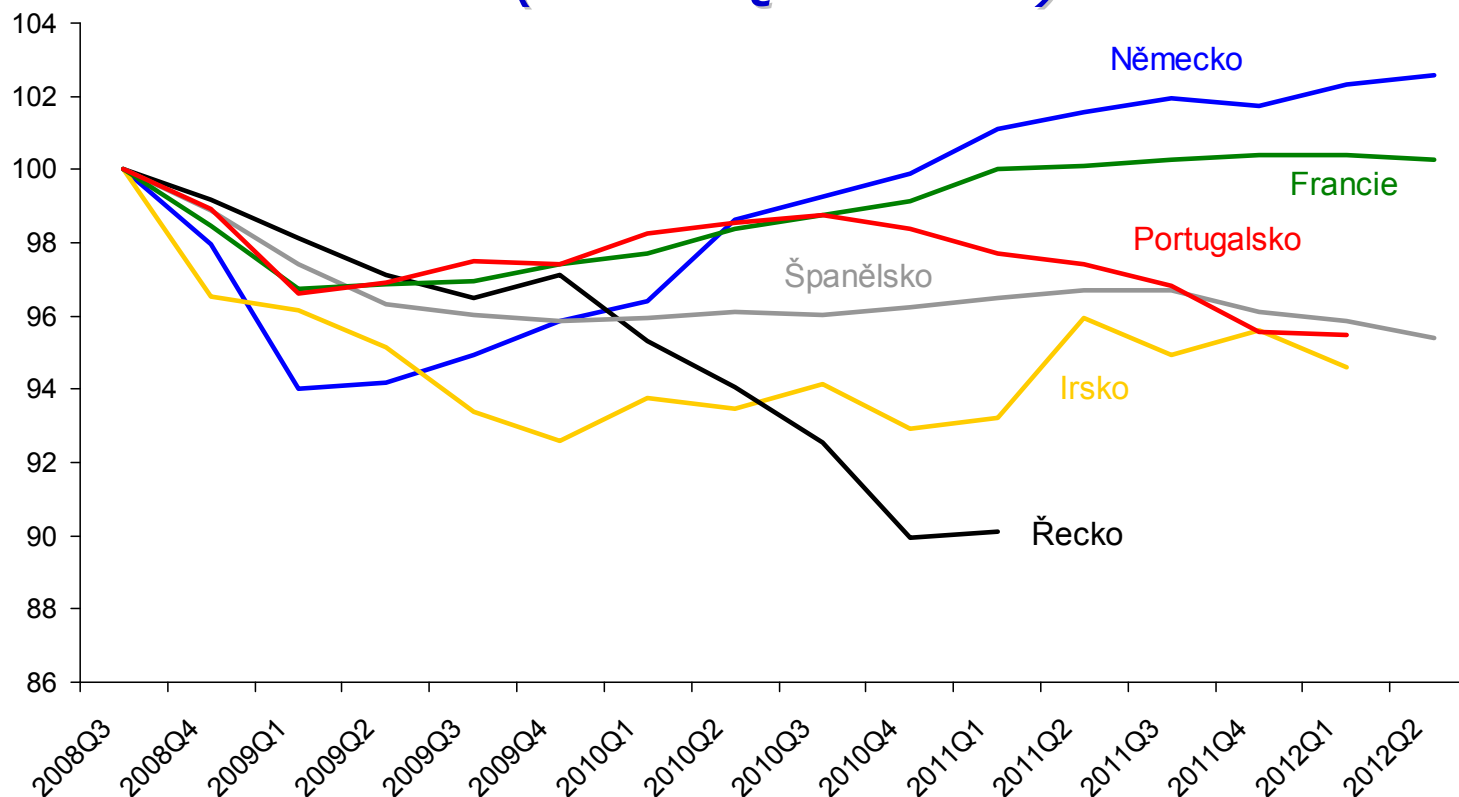
Taylorovo pravidlo v eurozóně: jádro versus periferie



Pramen: Malkin I., Nechio F., U.S. and Euro-Area Monetary Policy by Regions, FRBSF Economic Letter, Feb. 2012

Desintegrační dopad jedné sazby ⇒ země jádra:
kladná úroková sazba vs periferie: záporná sazba

Růst ve vybraných zemích do 2012 Q2 (2008 Q3 = 100)

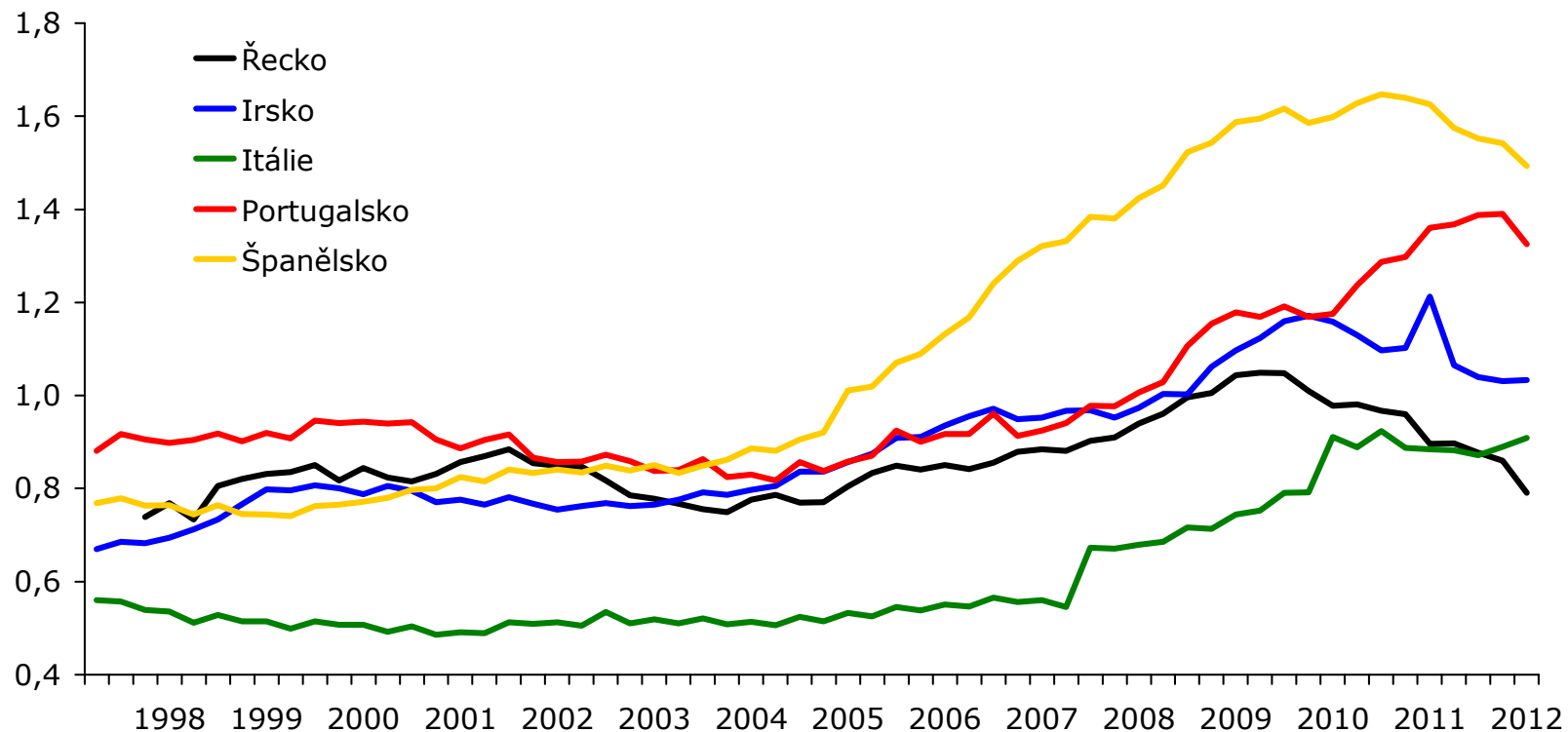


Poznámka: sezónně očištěné a očištěné o počet pracovních dnů

Pramen: Eurostat, vl. výpočet

Zatímco ve Francii a v Německu HDP již dosáhl přibližně předkrizové úrovně, v zemích jižního křídla se nalézají pod ní s rizikem dalšího poklesu

Bankovní vklady ve vybraných zemích EMU (jako % HDP)



Pozn.: Údaje o HDP Řecka počínaje 2.Q 2011: podle odhadu Eurostatu Pramen: ECB, Eurostat

Bankovní vklady v Řecku, v Irsku a ve Španělsku v posledním období klesají ⇒ cena úvěrů je *ceteris paribus* vyšší než v zemích jádra (další desintegrace)

Shrnutí

- Přestože nejpálčivějším problémem se nyní jeví dluhová krize, hlavní problém eurozóny spočívá v její strukturální nesourodosti, nevyhovujícím institucionálním uspořádání a nedostatečném fungování (a respektování) pravidel
- Jednotná měnová politika nyní přispívá k prohlubování rozdílů mezi zeměmi jižního křídla a jádrem eurozóny
- Přetrvávání eurozóny v její stávající podobě v rostoucí míře závisí na nestandardních politikách ECB, na půjčkách a fiskálních transferech a na politické „solidaritě“ mezi (nejen členskými) zeměmi
- Krize eurozóny nespočívá v možnosti exitu některých zemí, ale v přetrvávání dosavadního způsobu jejího (ne)fungování

Největší projekt EU s ambicí výrazně urychlit její růst na úroveň zajišťující globální konkurenceschopnost tedy po více než dekádě svého trvání růst nepřinesl, přetrvává navíc hrozba jeho kolapsu s potenciálně katastrofálními důsledky pro všechny kolem

Děkuji za pozornost



Miroslav Singer
Česká národní banka
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1

Miroslav.Singer@cnb.cz
Tel: 224 412 000