

Česká ekonomika po „ztracené půl dekádě“ naše oživení nestačí...?

Světové nejistoty, hrozby a perspektivy...

Luděk Niedermayer, září 2014

-
1. Česká ekonomika na cestě k oživení
 2. Světová ekonomika, politika zdrojem rizika?
 3. Evropské otazníky...
 4. Naše perspektivy...

Konec naší ztracené půl
dekády?

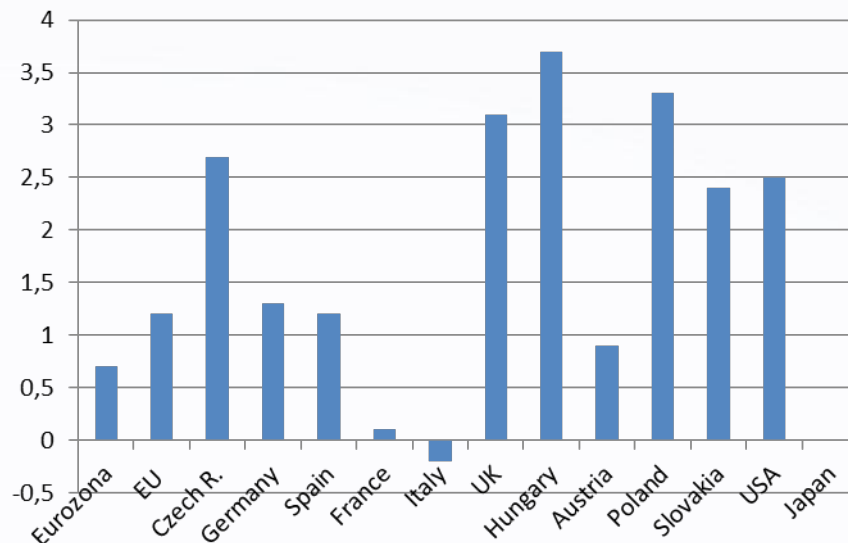
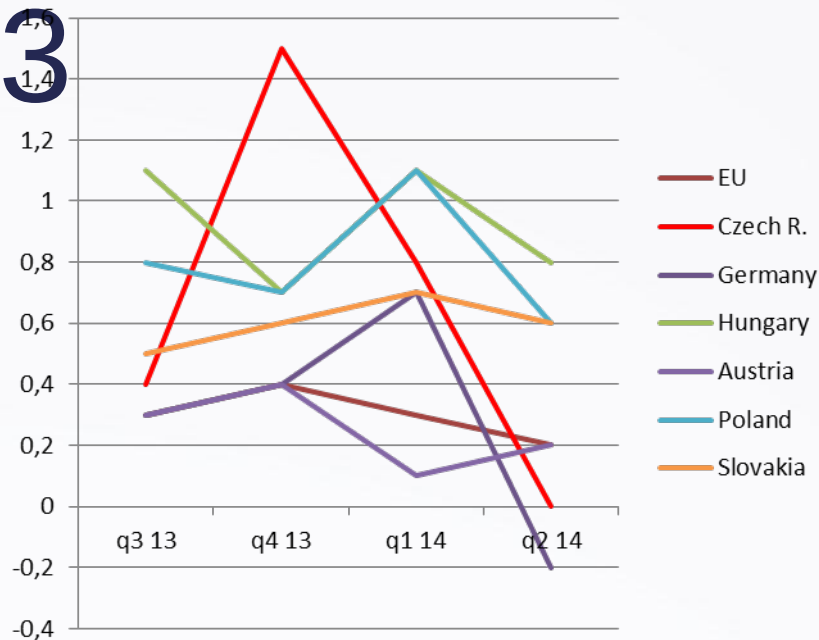
Tři různé období od roku 2000....

- Počátkem milénia započalo růstové období pro českou ekonomiku.
- V období před rokem 2008 jsme dosahovali vysokého růstu při zachování značné míry makro ekonomické stability.
- Recese v roce 2009 zasáhla tvrdě naši ekonomiku, na rozdíl od mnoha podobných zemí se však hospodářství nevrátilo v dalších letech ani ke slabému růstu.
- Nominální velikost hospodářství v roce 2012 stále ještě zaostávala za hodnotou z roku 2008 (nominální).

	2000 až 2003	2004 až 2007	2008 až 2012
HDP	3,3	6,1	0,3
Spotřeba domácností	3,2	3,6	0,4
Výdaje na tvorbu hrubého kapitálu	4,2	9,2	-3,2
Zaměstnanost	-0,5	1,0	-0,1
Obecná míra nezaměstnanosti	8,0	7,2	6,4
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti	4,0	3,8	2,6
Průměrná hrubá nominální mzda	7,5	6,3	3,7
Průměrné reálné mzdy	5,2	3,7	0,9
Míra inflace	2,6	2,5	2,8
BÚ/HDP	-5,2	-3,1	-2,7
Vládní deficit (přebytek)	-141,8	-72,8	-156,2
Vládní deficit (přebytek)/HDP	-5,6	-2,3	-4,1
Dluh sektoru vlády v procentech HDP	24,3	28,4	37,6

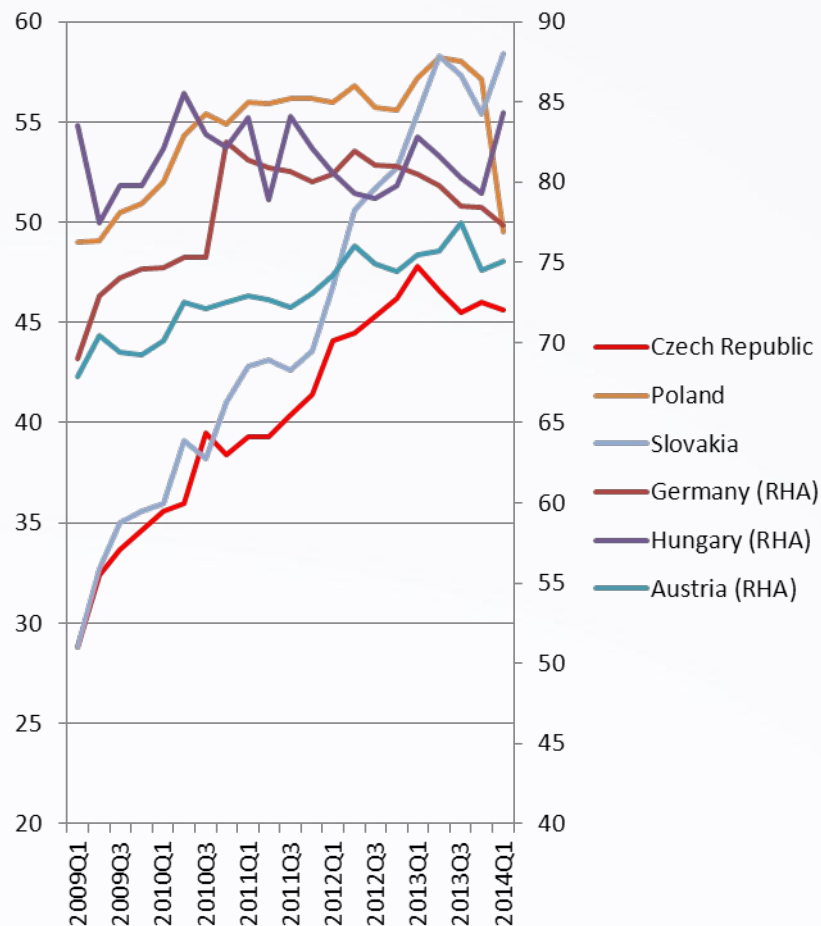
Obrat v roce 2013

- Výkon české ekonomiky se v roce 2013 významně zlepšil
- Data jsou ovlivněna technickými faktory (4q a 1q +, 2q -)
- Pokles dynamiky je však patrný na všech datech
- Z pohledu posledních 4q je výkon naší ekonomiky dobrý
- Rizika dnes neleží uvnitř ekonomiky, ale vně
- Pokračování oživení tak není zajištěno



Otázky zůstávají

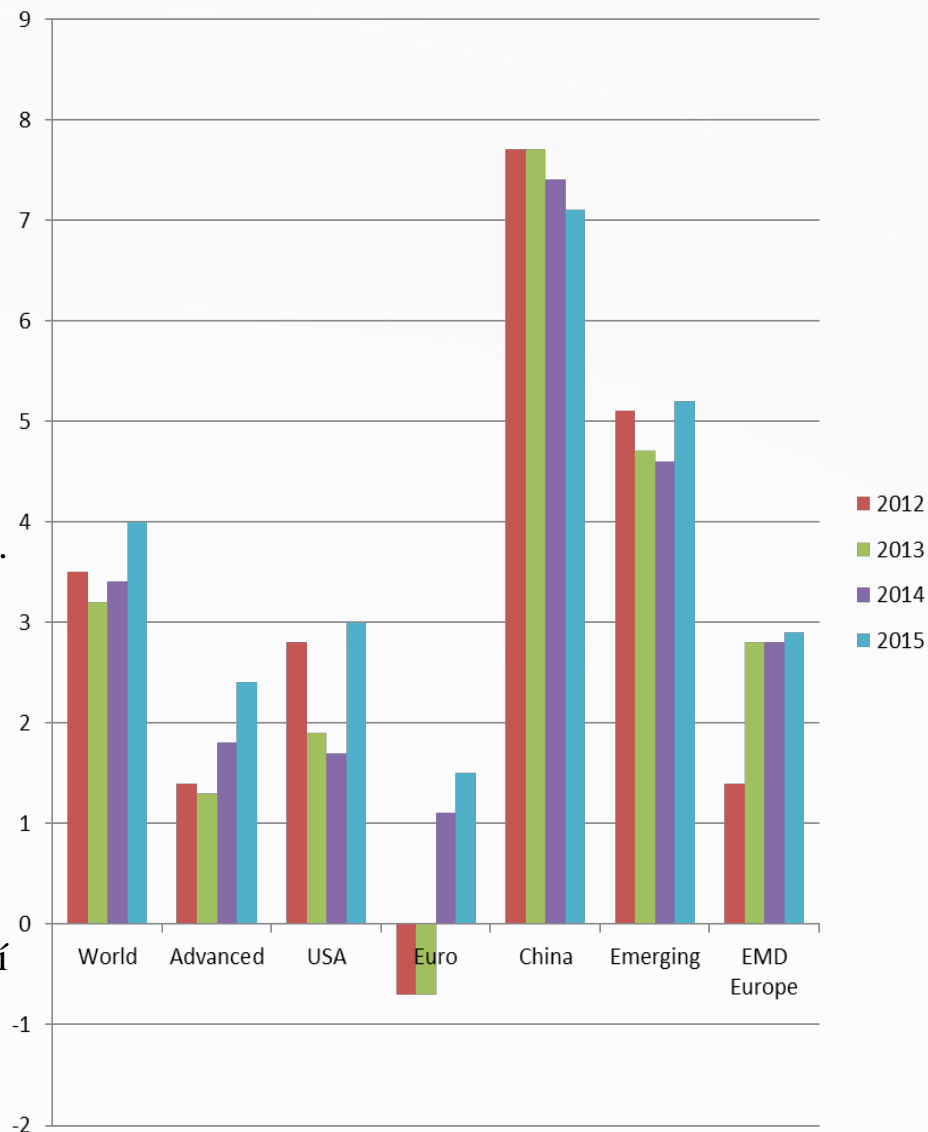
- Jsme jednou z nemnoha zemí, které již provedly dostatečné fiskální korekce tak, aby stav byl zřejmě udržitelný (stav 2013, za stabilního vývoje).
- Toto neplatí v oblasti strukturálních reforem.
- Dokonce i základní doporučení zůstávají bez odezvy (zdanění práce, pracovní trh, podpora zaměstnanosti).
- Mnohé politiky směřují opačným směrem (daně).
- Vede se spor o tom, jakou roli má hrát stát při podpoře ekonomiky (což není české specifikum).



Svět po krizi ?
Nebo před ní ?

Hlavní trendy (WEO IMF, léto 2014)

- Výhled očekává zlepšení světového růstu od roku 2013.
- Rok 2015 by měl přinést zlepšení, zejména v USA a rozvinutých ekonomikách.
- Mírná decelerace v Číně pokračuje a je posílena značnými obavami o udržitelnosti.
- Ekonomické politiky v rozvinutých zemích jsou i nadále velmi akomodativní.
- Čelí riziku jak obratu k stagnaci, deflaci i růstu inflace zejména v některých segmentech.
- Zásadním rizikem je zhoršení bezpečnostní situace, a to ve více oblastech.
- Riziko představuje samotný stav i váhání politické reprezentace nad tím, jak reagovat.



Nejistoty větší než obvykle...

- Americká ekonomika:
 - Finančně více konsolidovaná a kredibilní.
 - Lépe rostoucí než EU.
 - Spoléhá na to, že růst umaže rozpočtový deficit.
- BRICK, rychle rostoucí dohánějící ekonomiky:
 - Viditelná divergence.
 - Vliv poklesu cen surovin rozdílný.
 - Někde zpomalení růstu, jinde ještě horší stav.
- Evropa:
 - Postupující konsolidace zkomplikovaná pomalým růstem.
 - Neproběhl deleverage u bankovního sektoru.
 - Problémy vycházející z politického systému.
 - Nevyužívá svůj potenciál.
 - Blíže „center rizik“.

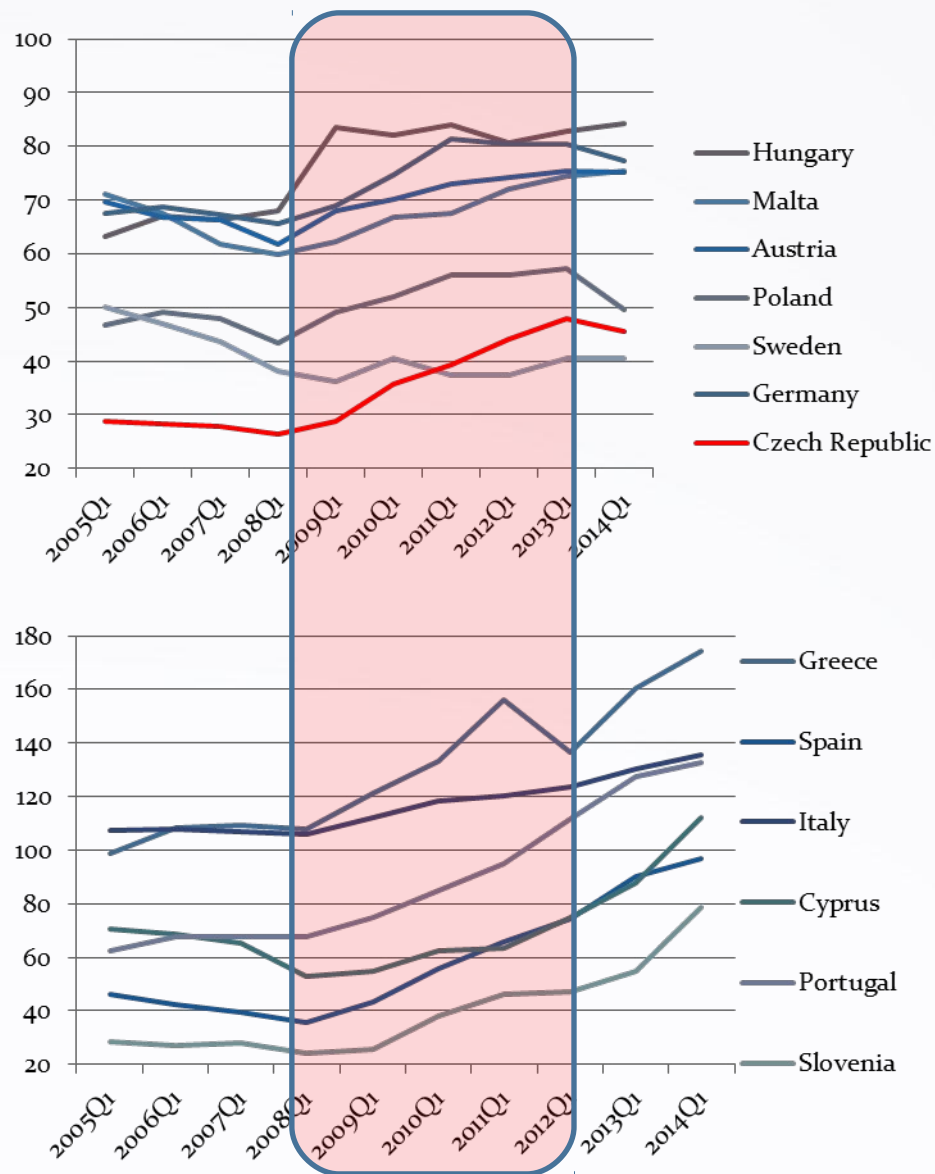
Nekvantifikovatelná rizika...

- Zásadní změna v geopolitické situaci
 - Rusko
 - Islám
 - Nestabilita s severní Africe
- Energetika
 - Váznoucí globální dohody.
 - Nové zdroje či politiky.
- Jiné diskontinuity
 - Politické
 - Ekonomické
- Zdravotní rizika

Evropské váhání ...

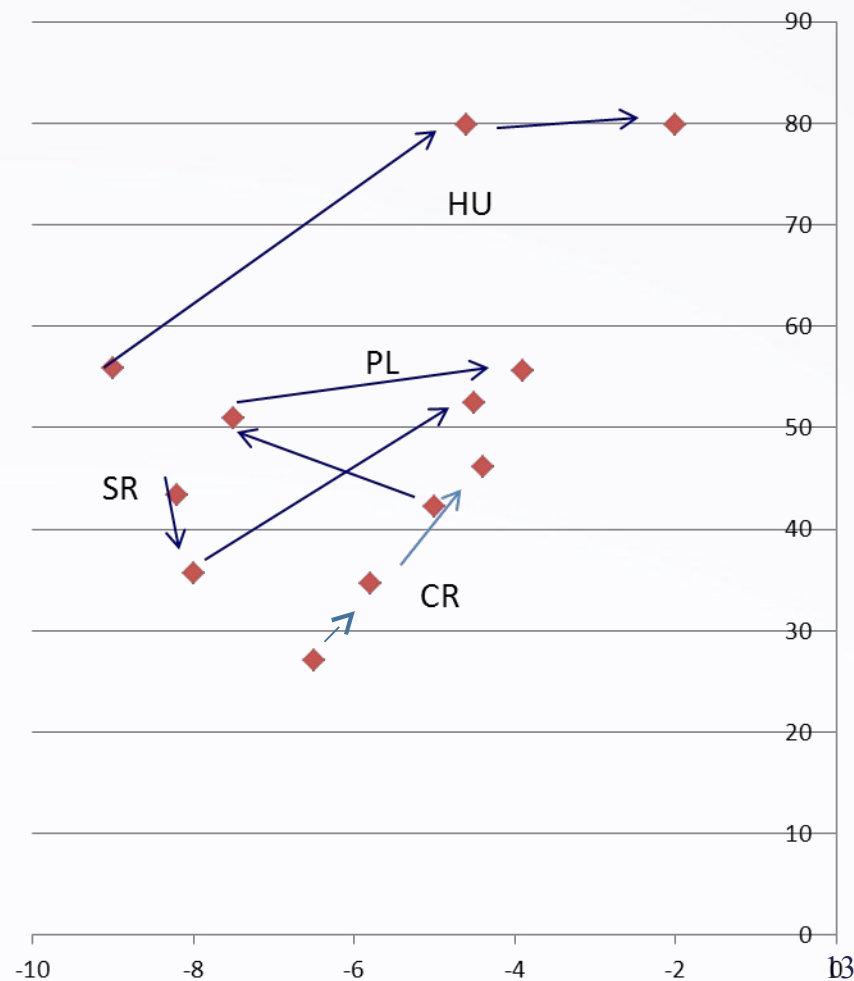
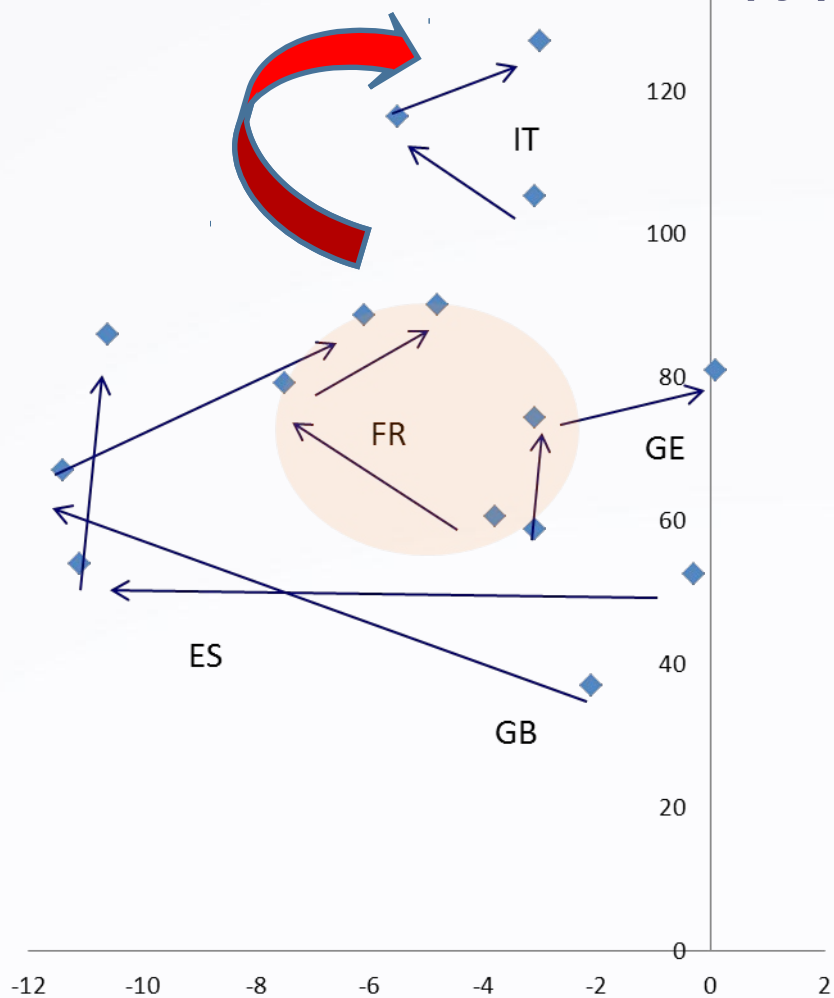
Stabilizovat dluh – nesnadné i možné...

- Podíl dluhů k HDP od počátku krize vzrostl.
- U řady zemí dochází již po roce 2010 postupně ke zpomalení nárůstu dluhů.
- **I přes to, že stabilizaci dluhu komplikuje slabý růst ekonomik** (fakticky i účetně).
- Řada zemí však díky intenzitě krize a propadu ekonomiky čelí rychlému růstu dluhu.
- Díky národní povaze dluhu a národnímu financování čelí refinančnímu riziku, které se promítá na celou eurozónu i EU.
- Nastolené reformy směřují správným směrem, ale stav mohou krátkodobě zhoršit.
- Zlepšení pak nastupuje postupně, sociální situace ale může eskalovat rychleji.
- Kalibrace reforem je obtížná, požadavek věřitelů na razantní reformy je opodstatněný, alternativa této strategie neexistuje.



Vývoj v čase (2002 – 2009 – 2012)

... (typický i netypický)



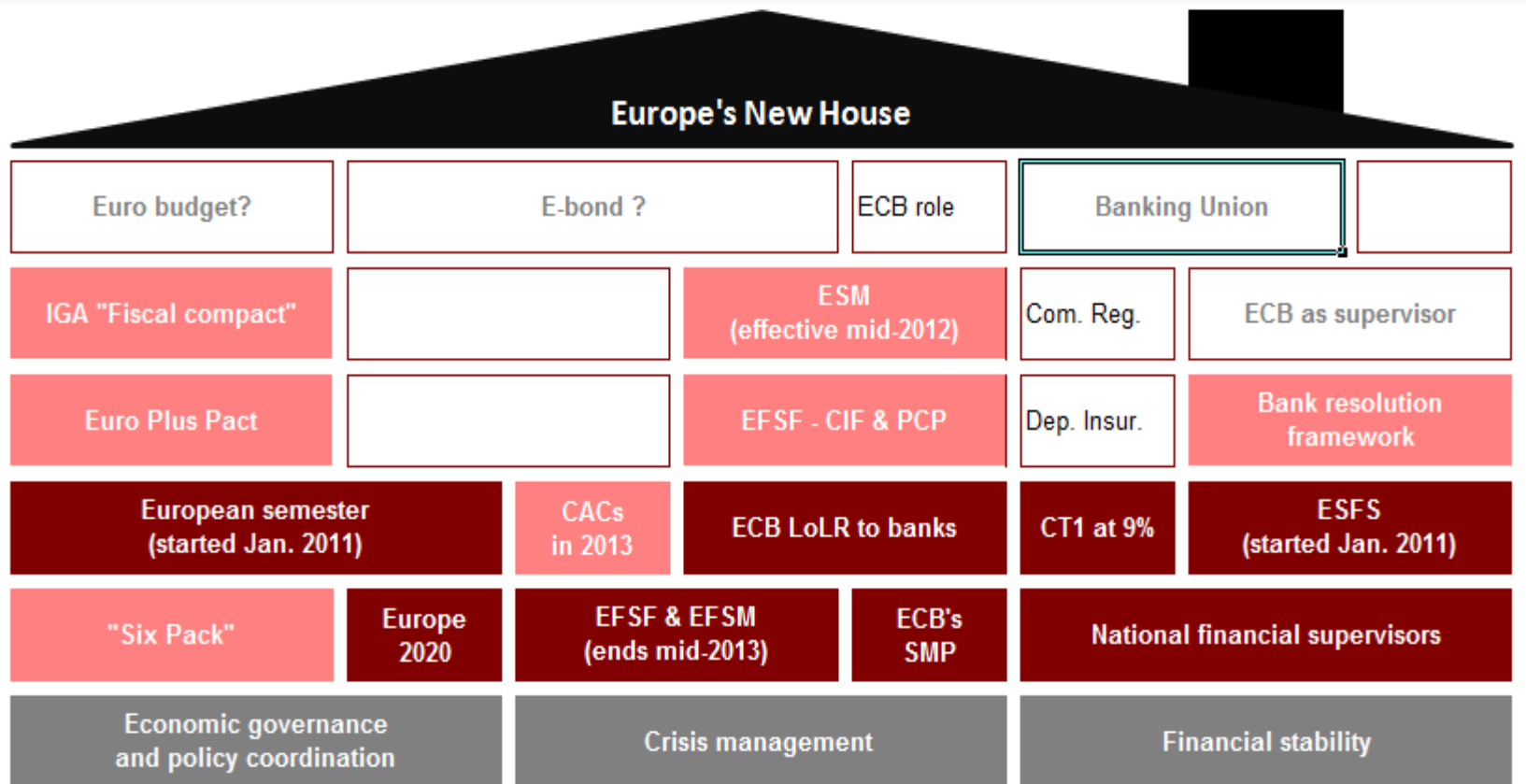
Pomůže nová Makro architektura EU?

Komplexnost a kvalita – ano ...

Srozumitelnost - ne ...










Elegance - sporná ...

(struktura economic governance EU 2012)



Europe is building a new framework based on three pillars; (1) economic governance and policy co-ordination, (2) crisis management and (3) financial stability. Dark red indicates the facility is operational, light red soon to be finalised, white elements not begun but we expect will come

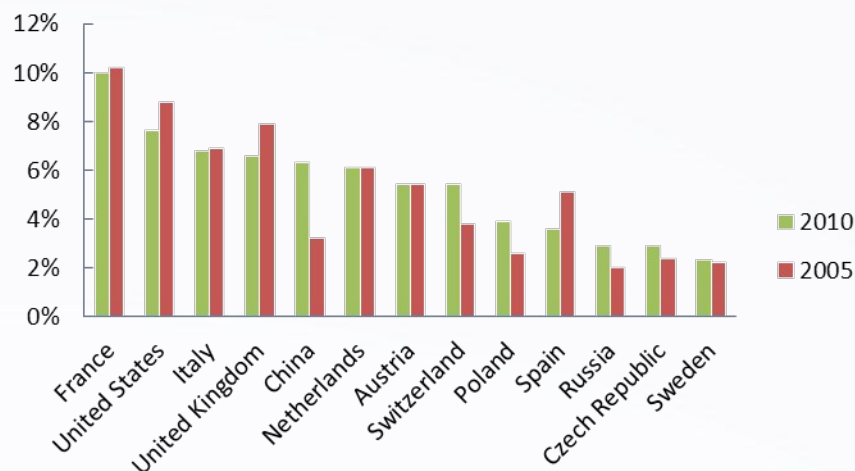
Co dnes hýbe Evropou? (a co to může přinést)

- Slabý růst a nezaměstnanost
 - Zvýšení reformního drivu a kvalitnější vládnutí. 
 - Rozvolnění fiskálních pravidel, konzervace stavu a prohloubení dluhu. 
- Ruská krize
 - Stmelení Evropy, posílení NATO, energetická unie. 
 - Populismus, zvýšení budoucího rizika, názorová divergence v EU. 
- Problém Imigrace
 - Hledání společného EU řešení. 
 - Populismus a ohrožení Schengenského systému. 
- Energetická politika
 - Unie a rozvoj technologií. 
 - Snaha o „dobré dealy“, obrat ve snaze o udržitelnost. 
- Britské váhaní 

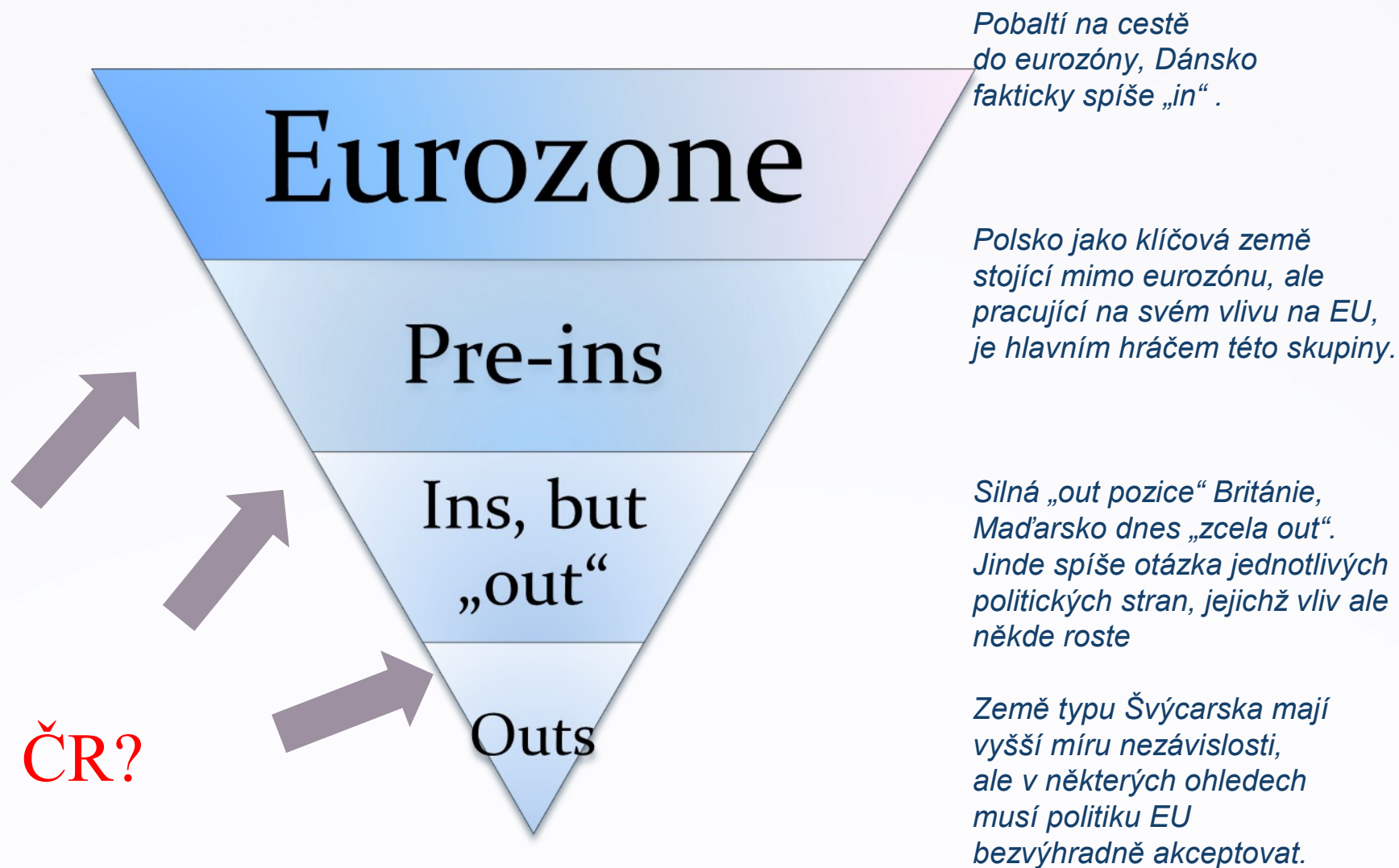
Naše budoucnost...

Kde hledat český - evropský růst?

- Role exportů pro zajištění růstu ekonomiky mnohdy přeceňována
- Ekonomika USA poměrně uzavřená, role domácí poptávky důležitá, podíl vývozu USA na HDP je 13%, u dovozů je to 16%.
- Podíl vývozu na HDP EU je 16 %, stejně jako u dovozů.
- Podíl vývozu na třetí trhy sice dynamicky roste, ale není náhradou stabilní poptávky zevnitř Evropy.
- V roce 2011 šlo 59% vývozu Německa do EU, 71% do Evropy, 16% do Asie. Do top 3 zemí (Francie, USA a Holandsko) vyvezlo Německo přes 23% exportu, Čína byla na pátém místě za UK.
- Trh EU zahrnuje přes 500 milionů obyvatel (7,3% světové populace).
- HDP EU je 242 miliard USD (2010) - 20% globálního HDP v PPP.



Možná budoucnost EU?



Nová hrozba z východu

- Rusko svou anexí Krymu porušilo zásadně pravidla, na kterých stojí „západní“ svět 21. století.
- Iracionalita tohoto postupu notně komplikuje odhad toho, co bude následovat.
- Ruská ekonomika je velmi slabá, jakékoliv riziko útlumu obchodu s Evropou by pro ni bylo katastrofické.

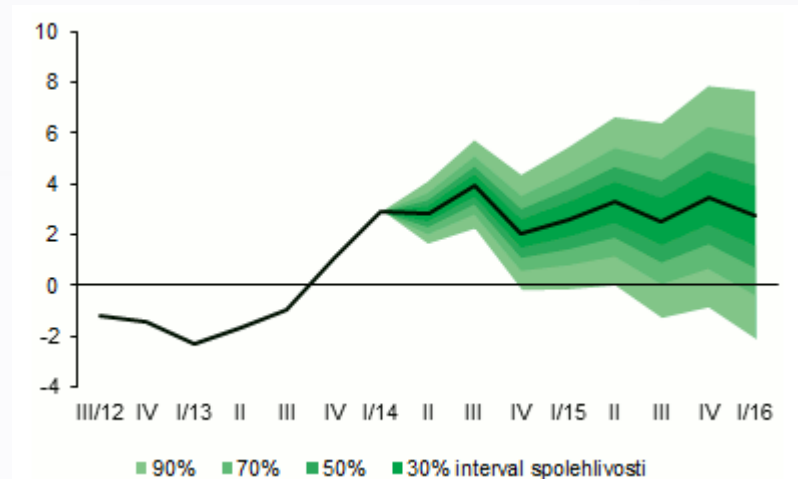
Co znamená nové Rusko a dnešní krize pro nás:

- Zdůraznění přínosů zapojení ČR do institucí typu Nato a EU.
- Potřeba řešit tento obdobné hrozby na této úrovni.
- Povinnost komunikovat naše historické zkušenosti.
- Vyvodit důsledky pro některé politiky - obchodní, energetickou či bezpečnostní zejména, a prosazovat obdobné reakce i na úrovni celé Unie.

Česká ekonomika

Porosteme všemu navzdory ...?

- Dobrý výhled české ekonomiky a důvěra v ní kontrastuje se změno u pohledu v zahraničí.
- Ochlazení růstu, zejména exportním kanálem by přitom naši ekonomiku jednoznačně postihlo.
- Uvolnění rozpočtové politiky a jeho struktura nejsou vhodné a mohou být zdrojem rizika. Krátkodobě však nebude zřejmě mít vliv.
- Uvolněná měnová politika může být ve scénáři „zhoršení“ užitečná.
- Pokud nás čekají „dobrá čtvrtletí“, lze jejich důvod hledat v dobrém stavu podniků, fungujících bankách a poměrně malém vlivu vlády na hospodářství.
- Postupující konvergence naší ekonomiky však snižuje prostor „pro chyby“.



Nové centrální bankovníctví?

Bankéři u vesel....

Co je nového?

- Ekonomická a finanční krize změnila fungování centrálních bank.
- Od institucí dominantně transparentním způsobem inflaci se změnila na spolutvůrce ekonomické politiky, spoluodpovědného za dosažení udržitelného růstu.
- Pokles inflace v kombinaci s špatným stavem ekonomiky přivedl řadu CB k „nestandardním nástrojů měnové politiky“. Tyto vzbudily vášnivé diskuse.
- V mnoha případech šlo však o vynucené kroky (zachování likvidity bank), či opatření, mající větší dopad na finanční sektor než na reálnou ekonomiku.
- Kanály, kterými opatření fungují jsou mnohdy jiné, než „učebnicové“ (méně makro a více mikro povahy). Struktura ekonomiky a finančního sektoru hraje roli.
- Otázka dalšího vývoje centrálního bankovníctví je nejasná. Banky na sebe vzaly odpovědnost, k jejímuž plnění jim obvykle chybí nástroje.
- Jejich kredibilita je však nyní velká.

Aktuální situace

- Uvolněné makro politiky pomohly překlenout období propadu ekonomiky a negativních očekávání.
- Tyto politiky je však ve vhodnou dobu (v předstihu před obratem ke stabilnímu růstu) třeba tlumit a přiblížit nastavení (nejen) měnové politiky více „normální“ situaci.
- Pokles inflace, spojený s ochlazením růstu ekonomiky i vývojem v některých sektorech situaci centrálním bankám komplikuje a vede některé CB dokonce k posílení těchto opatření.
- Potíže s „exitem“ jsou pro CB zjevné:
 - Ekonomická nejistota ohledně dalšího vývoje ekonomik a inflace.
 - Otázka nového normálu, tedy nečekání na minulý potenciální růst či zavření mezery.
 - Otázka vlivu „exitu“ na domácí (nejen) finanční sektor.
 - Vliv normalizace měnové politiky na globální trhy.
 - Politická otázka – politici by upřednostnili dosažení vyššího růstu.
- Opožděný exit může vést k vzniku bublin na trzích a také zmenšuje manévrovací prostor CB v případě dalšího výkyvu ekonomiky dolů.
- Opačný postup oslabí ekonomiku a dostane CB pod politický tlak.

New policy ...
.....by CNB

Překvapivý rozsah a timing....

- Nová politika ČNB i přes logičnost volby kurzu a podporu IMF značí zásadní změnu.
- Nečekaný byla cílená značná depreciaace kurzu i časování.
- Otázkou je doba trvání této politiky a způsoby ukončení.



- Faktem je: vysoká konkurenční schopnost českých vývozů, zlepšující se stav platební bilance s minimálním schodkem a predikce nastupujícího oživení v analýzách ČNB. Fundamenty směřovaly ke korekci kurzu opačným směrem.

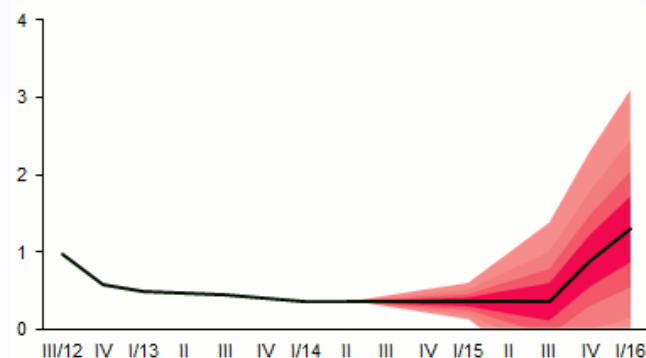
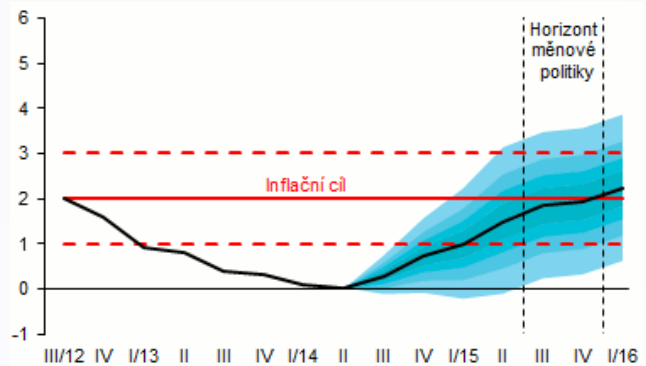
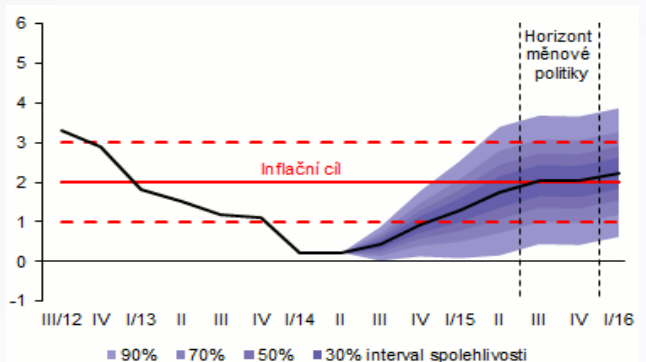
ČNB dostane (skoro vše) co chce....

...ale co to je?

- ČNB svým krokem necílila podporu ekonomiku ale snížení rizika , že inflace bude klesat pod nulu (argumenty se postupně měnily až poté).
- Svého kurzového cíle je s to dosáhnout, ovšem může dojít k značnému nárůstu devizových rezerv a tím budoucích nákladů.
- ČNB tvrdí, že do ukončení této politiky nebude měnit úrokové sazby.
- Horizont délky cílení kurzu na 27 Kč za euro (nebo nad 27 ?) guvernér odhadl na rok a půl, ještě déle by měla trvat politika nulových sazeb.
- Ukončení politiky vyjde z předpovědi ČNB pro vývoj inflace. ČNB přitom při začátku politiky předpokládala oživení růstu k 3% v roce 2015 a rychlý růst inflace na 3%.
- ČNB postupně omezila svou měnově politickou transparentci ve snaze snížit náklad této politiky.
- Neočekávaný vývoj posledních měsíců umožňuje dnešní politiku držet déle, což zlepšuje její costs / benefits poměr.

Jak číst rozhodování ČNB...

www.cnb.cz



Inflační prognóza hraje hlavní roli. Pozor však na CPI vs. MPI i to, že část členů BR chce cíl viditelně přestřelit před exitem.

- Pohled na implikované úrokové sazby, i při chybějícím výhledu pro kurz, dotváří obrázek o tom, co lze čekat.
- Prognóza se však každý čtvrtrok mění...

A co ECB?

Společně i rozdílně...

- Hlavní centrální banky rozvinutých zemí zvolily zdánlivě obdobou reakci na vývoj ekonomik, ale odlišností byly značné. Mimo jiné:
 - FED razantními nákupy aktiv podpořil mj. ceny akcií a způsobil důchodový efekt podporující spotřebu.
 - BoJ postupovala s ohledem na dlouhodobý vývoj ekonomiky, nulové sazby a vládní politiku – Abenomic.
 - BoE stabilizovala finanční trh a přispěla k podstatnému snížení tlaku na financování tamní vlády.

ECB – složitost již z definice

- Striktní mandát ECB a vliv Německé historie.
- Fragmentace trhu vládních dluhopisů, jejich rozdílná reakce na krizi.
- Rozdílná struktura finančního trhu a vysoká role komerčních bank.
- Politiky i krizí vyvolaná diskuse o kredibilitě či dokonce udržitelnosti eura (kontrastující s jeho silou).
- Rozpory v Governing council i Executive board.

Výsledky

- Rozsáhlá podpora bankovního trhu pomocí refinancování, spojená s nutností zmírnit požadavky na kolaterál.
- Podmíněná podpora trhu se státními dluhopisy, zdůvodněná „poruchami transmise“ měnové politiky.
- Nyní odkupy některých aktiv.
- Akce provází kontroverze (příliš málo nebo příliš mnoho?).
- Rozpory ohledně pohledu na kurz vedou k tomu, že euro je poměrně silné, omezující potenciál oživení vývozem....

M. Draghi: Jsme připraveni jednat, a to i nekonvenčně

23.9.2014 8:25

Autor: Jan Šumbera, Patria Online

Mario Draghi nebude sedět v koutě a vyčkávat. Tak by se dal přeložit vzkaz prezidenta ECB, který vyslal během včerejšího projevu před výborem Evropského parlamentu pro hospodářské a měnové záležitosti. Plánovaný nákup aktiv z dílny měnové autority je totiž dle něj jasným důkazem, že instituce hodlá využít řízení velikost své rozvahy k odvrácení možné deflace. O té se již delší dobu horlivě debatuje, když obavy dále rozdmýchala čísla z minulého týdne, která ukázala, že meziroční tempo **inflace** v srpnu dosáhlo 0,4 %, což představuje nejnižší hodnotu za téměř pět let. Jádrová **inflace** (očistěná o volatilní složky) pak dosahuje 0,9 %.

Kromě zpomaleného růstu inflace zůstávají středem zájmu ECB i další oblasti hospodářství. „ECB se vydává směrem aktivnějšího a kontrolovanějšího řízení své rozvahy. Nepříjemně vysoká úroveň **nezaměstnanosti** a pokračující slabý růst úvěrů omezují sílu hospodářského oživení,“ uvedl Draghi v narážce na nedostatečné proudění jí nabízené likvidity.

.....

Shrnuto - názor

- Centrální banky v rozsahu nebývalém se snaží podpořit návrat ekonomik k růstu.
- ECB z důvodu svého mandátu i postavení patří k těm nejvíce konzervativním, i tak sehrála v krizi někdy klíčovou a pozitivní roli.
- I tak je za svůj postup často kritizována.
- Hlavní úkol, zajištění fungování finančního trhu bezpochyby plní a mandát cenové stability i přes razantní kroky, zatím není ohrožen.
- Předpokládat, že CB svými nástroji mohou zajistit obrat ekonomiky, je však chybné, i když pohodlné...

Ludek.Niedermayer@top09.cz