

Projevy krize, zvažování příčin

Evropská dluhová a měnová krize

3. přednáška, podzim 2012

Filip Křepelka



Připomenutí konvergenčních kritérií a standardů fungování eurozóny

- Kritéria stanovená SEU (Maastrichtská kritéria)
- (1) nezávislost centrálních bank členských států
- (2) srovnatelná inflace, (3) srovnatelná úroková míra, (4) stabilní směnné kursy
- (5) nevysoké schodky veřejných rozpočtů stejně jako (6) nevysoké veřejné zadlužení
- Evropská centrální banka má chránit pevnost společné měny.
- Nepředpokládá se společné ručení států za své dluhy a pomoc shora.

Hladké zavedení eura 1999-2002 a následné rozšiřování na další státy

- 1999 – zavedení eura jako účetní měny.
- 2002 – zavedení nového oběživa a stažení oběživa starých měn.
- 2001-2009 zavedení v dalších 6 státech.
- Totální právní kontinuita všech peněžních plnění, přepočítání dle navždy stanoveného přepočítacího koeficientu.
- Zavedení bylo po pečlivých přípravách hladké.
- To mohlo vyvolat pocit úspěchu.

Nedodržování fiskálních kritérií a potvrzení tohoto přístupu

- Euro bylo zavedeno v roce 1999, aniž by některé státy dodržovaly stropy pro veřejné zadlužení (zejména I a B).
- Patrně se měla brát přísně též další hlediska.
- Veškeré snahy Komise a ECB upozorňovat na přehnané zadlužení států se mívaly účinkem. Požadavky paktu stability nedodržovaly ani jádrové státy s dobrými výkony (D, F).
- Rada snahy postihovat nedodržování odmítala. Sama Komise nepodporovala přísné prosazování. Nakonec se prosadilo (2003) rozvolnění tzv. paktu stability (1998).

Jediná měnová politika nesvědčící všem členským státům

- Poukazovalo se vždy na nevhodnost stejně měnové politiky vůči všem zemím eurozóny.
- ECB dlouhodobě expanzivní politikou vyhovovala těžišti (zejména D), kde byl dlouhodobě malý hospodářský růst.
- Expanzivní měnová politika však neodpovídala potřebám periferie (IRL, jižní státy), zde značný růst vedl k inflaci, investičním bublinám a ulehčoval zadlužování, přičemž obrovské snížení úroků vyvolalo pocit lehkosti splácení.

Dlouhodobá celosvětová konjunktura po roce 1990

- Po roce 1990 byla v celosvětovém měřítku historicky předlouhá konjunktura.
- „Mírová dividenda“ – možnost zmírnění zbrojení po pádu železné opony, rozpadu SSSR a východního bloku vedla k úsporám.
- Objevily se nové technologie – Internet, biotechnologie a nové organizace podnikání – demonopolizace, finanční inovace.
- Globální liberalizace (založení WTO 1994) znamenala značný rozmach mezinárodního obchodu a vyvolala růst a změny v hospodářství jednotlivých zemí (industrializace a servicizace).

Uvolněná měnová politika bez inflace, zato se spekulacemi

- Konjunkturu podporovaly centrální banky řady států včetně nadstátu EU expanzivní politikou.
- Inflace nebyla roky díky nástupu laciného orientálního zboží a technologickým a organizačním modernizacím.
- Přebytky peněz však vyvolávaly růst cen investic, vznikly investiční bubliny jako dot-com bubble, příležitostné surovinové bubliny, desetiletá celosvětová nemovitostní bublina. (Špatné měření inflace?)
- Optimismus vedl k lehkomyšlným investicím.

Masivní zadlužování veřejného a soukromého sektoru

- Nové generace – které získaly rychleji vliv rovněž kvůli technologickým a organizačním změnám - neměly historickou paměť a zkušenost s hospodářskou krizí.
- Výsledkem byla ochota plně za své dluhy ručících jednotlivců se dost zadlužovat (žádný strach z hypoték na rostoucí ceny nemovitostí).
- Zadlužovaly se velmi rovněž podniky, instituce, územní samospráva a také státy (optimismus, ale též morální hazard).
- Chyběla pozornost soukromému zadlužení, chybějí vhodné ukazatele.

Celosvětová hospodářská recese a finanční krize řady zemí od 2007

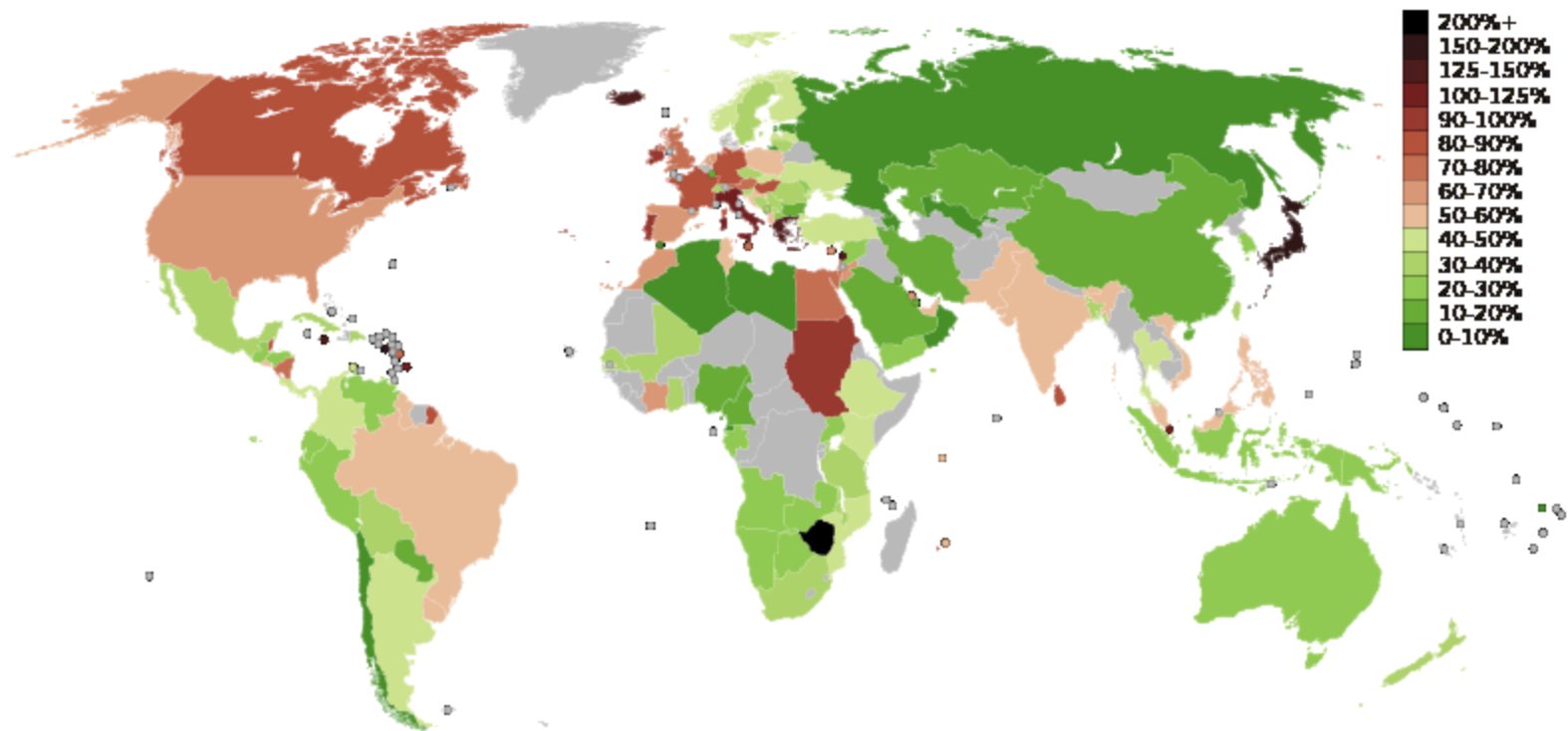
- Začala v USA prasknutím nemovitostní bubliny a předlužením obyvatelstva.
- V roce 2008 vyústila ve finanční krizi v USA: kolaps některých klíčových bank a pojišťoven. Podobné finanční krize v dalších zemích.
- Řadu zemí následně zachvátila dodnes trvající hospodářská recese (žádný hospodářský růst), některé země krize (zřetelný pokles).
- Recese se díky globalizaci snadno šíří.
- Považuje se za nejvážnější hospodářskou krizi od velké krize ve 30. letech 20. století.

Zadlužení podniků a jednotlivců, dopad a přenos na státy

- Zhoršení hospodářských poměrů zasáhlo příliš zadlužené jednotlivce, podniky a instituce.
- Jednotlivci – snížení výdělků či dokonce jejich ztráta kvůli rostoucí nezaměstnanosti.
- Podniky – pokles poptávky ze strany méně vydělávajícího a dluhy zatíženého obyvatelstva
- Instituce – pokles veřejných dotací.
- Banky ztížily přístup k úvěrům – to znesnadnilo refinancování dluhů a další investice.
- Množí se individuální a korporátní insolvence.

Prudký nárůst zadlužení států, včetně členských států EU

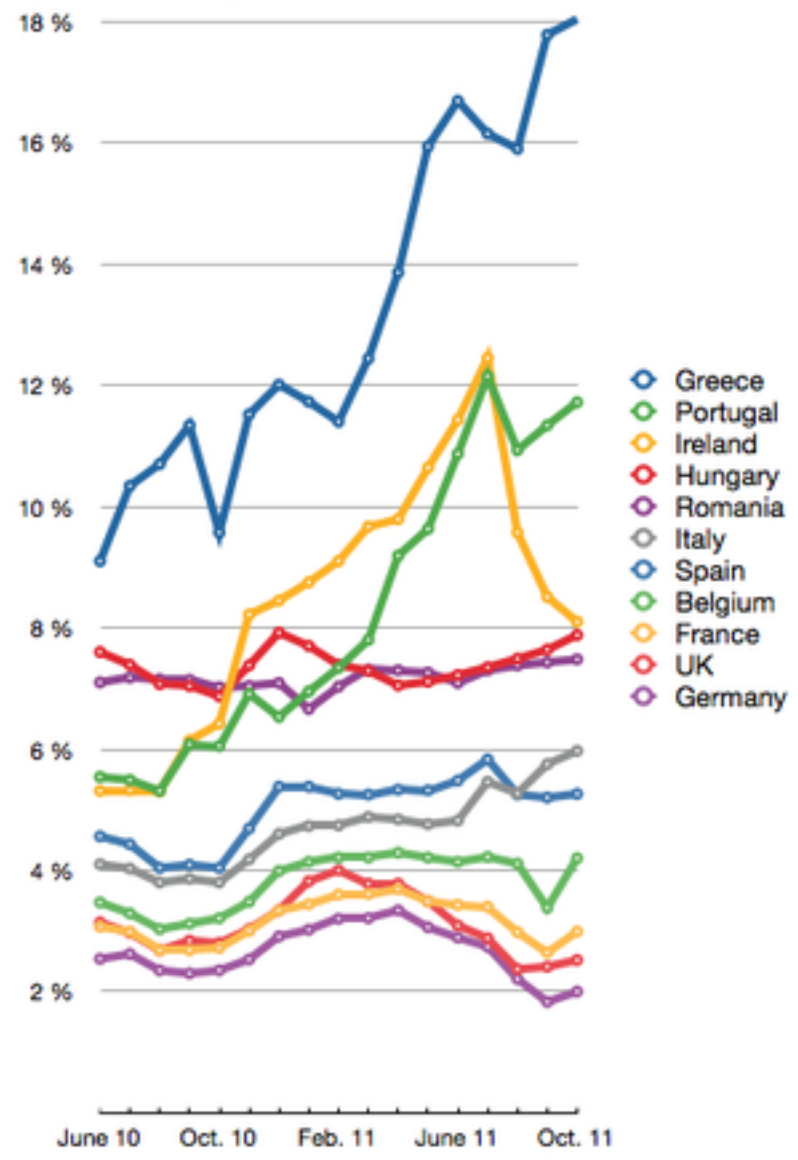
- Globalizace přinesla tlak na pokles daní při snaze zachovat sociální výdobytky.
- Státy se rovněž před krizí zadlužovaly kvůli přehnaným investicím nebo ve vleku korupce.
- Byla značná ochota státům půjčovat za výhodných podmínek.
- Do recese a krize tedy státy vstupovaly se značným zadlužením.
- Kolapsy hazardujících či příliš optimistických bank se řešily nákladným zachraňováním.
- Recese snižuje daňový výnos a zvyšuje výdaje.



Hrozba platební neschopnosti některých států včetně členů EU

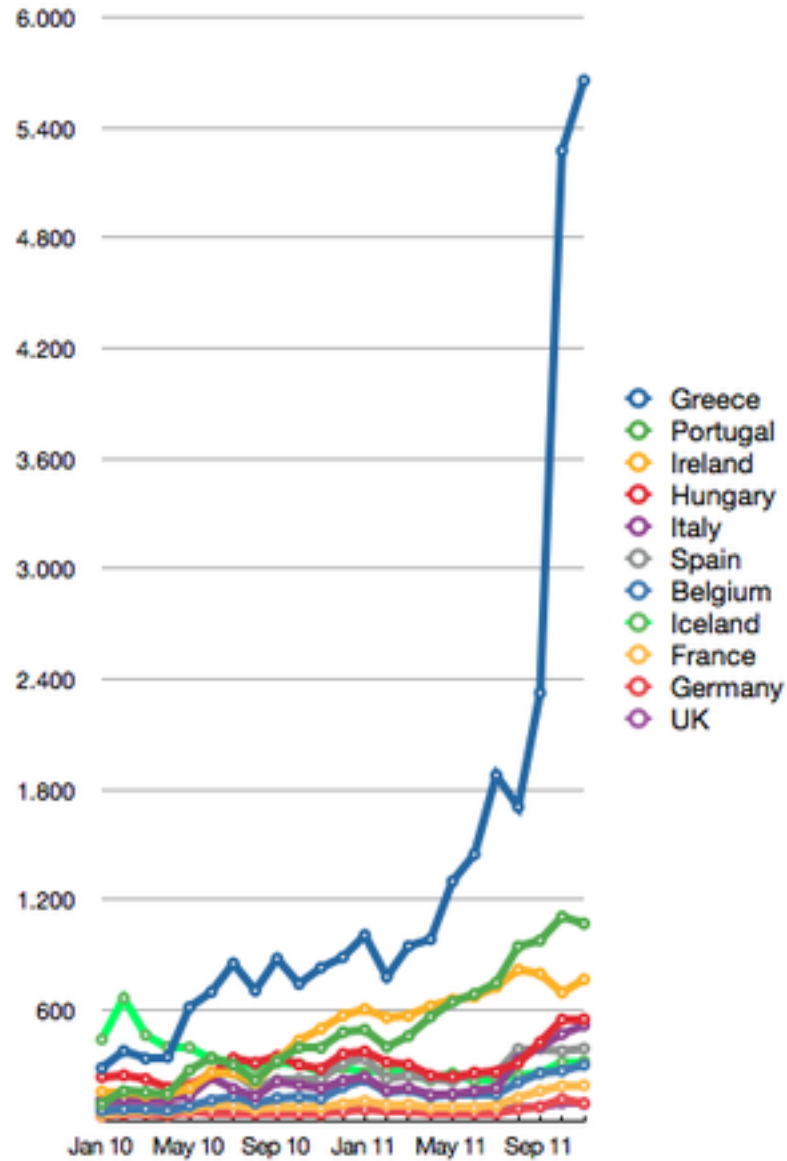
- Několik států se kvůli vysokému předchozímu veřejnému zadlužení a výraznějšímu růstu dluhů kvůli recesi a finanční krizi ocitlo v podezření, že nedokáže splácet své budoucí dluhy.
- Vedle výše veřejných dluhů hraje roli též splatnost jednotlivých půjček.
- Možní investoři začali požadovat výrazně vyšší úroky, což ztěžuje splácení.
- Neochotu kupovat dluhopisy zvyšuje výrazný nárůst pojistného půjček (CDS).

Long-term Interest Rates



Source: ECB

Sovereign credit default swaps



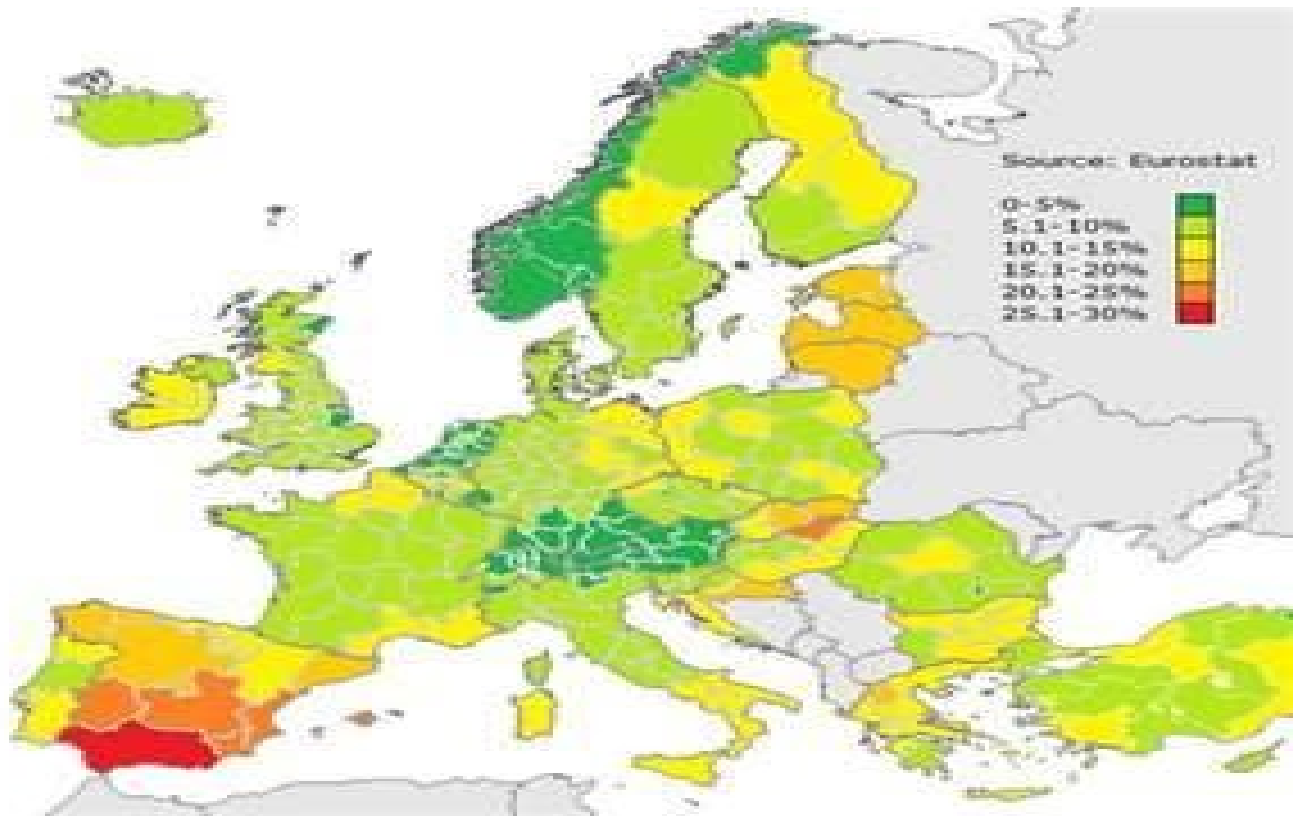
Source: Bloomberg

Obrat nerovnovah a jeho zhoršování kvůli hrozbě pádu eura

- Vývoj po roce 2007 obrátil trendy v Evropě a EU.
- Hospodářskou stabilitu vykazují zejména D, nordické země, NL, A, PL. Zejména D dříve vykazovalo dlouho nízký hospodářský růst.
- Naopak na periferiích (jih, IRL), ale též v GB došlo k finanční krizi a následně zřetelné recesi či dokonce krizi. Ukázalo se, že předchozí růst byl převážně dosahován na dluh.
- Prohlubování nerovnováhy přispívá očekávání další krize na periférii a při nedostatku investičních příležitostí lákavá stabilita „severu“. Na sever směřují investice, ba hrozí bubliny.

Spoření jako cesta z dluhů či naopak do dluhů? (*totsparen*)

- Řada států udržovala a udržuje hospodářský růst veřejnými výdaji na dluh.
- Spoření je zde však nezbytností, neboť věřitelé přestávají důvěřovat schopnosti splácet.
- Šetření podvazuje hospodářství, klesá poptávka veřejné sféry a veřejných zaměstnanců s nižšími mzdami a následně též výkon soukromé sféry
- Pak klesá výnos daní. Snížení hospodářského výkonu zvyšuje zadlužení vztahované vůči hrubému domácímu produktu.
- Dluhy – tvrdá droga – abstinenční příznaky.



Příčiny lepšího či horšího stavu jednotlivých zemí a EU jako celku

- Ekonomové, politologové, sociologové, politici, žurnalisté ba laici se přou ohledně příčin recese a krize.
- Je třeba zdůrazňovat rozdílnou odolnost jednotlivých zemí EU, Evropy a světa.
- Jistě není jediná příčina recese a krize.
- Poměry jednotlivých evropských a dalších zemí jsou důsledkem souběhu či vyvažování jednotlivých vlivů.
- Leckteré vlivy jsou obtížně měřitelné.

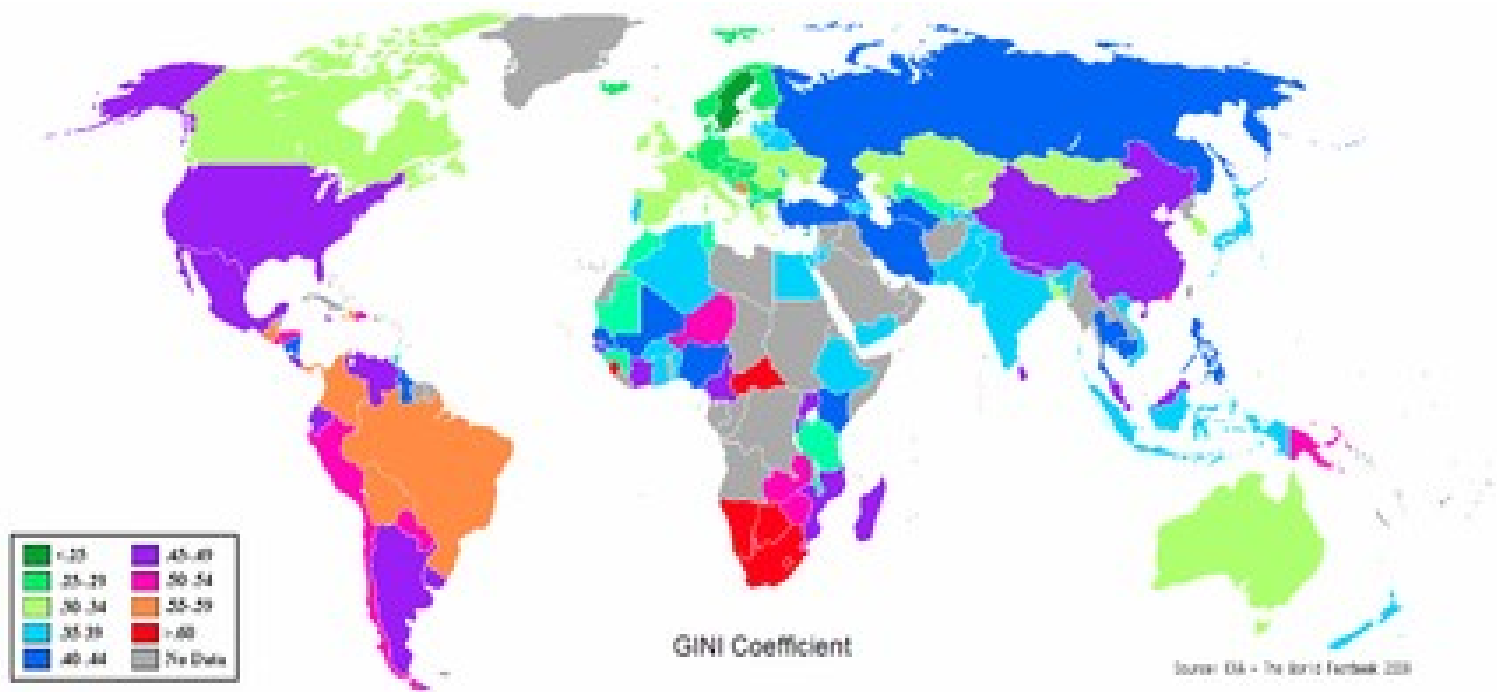
Uvědomění si obtíží v řadě jiných evropských a dalších států

- Při soustředění na současnou dluhovou a měnovou krizi EU je třeba mít na paměti, že finanční krize, rozpočtová krize a hospodářská recese zasáhla řadu jiných evropských zemí stejně jako dalších zemí.
- Prvky recese v USA, recese a finanční krize v GB, finanční krize IS, krize ET, LV, LT, recese H, RO, dlouhodobá stagnace JP, výkyvy RU.
- Existují výjimky: státy, které během posledních pěti let rostly: BRZ, CN, IN, AU, v Evropě PL.

Sociální stát?

Určitě strnulý a přebujelý ano.

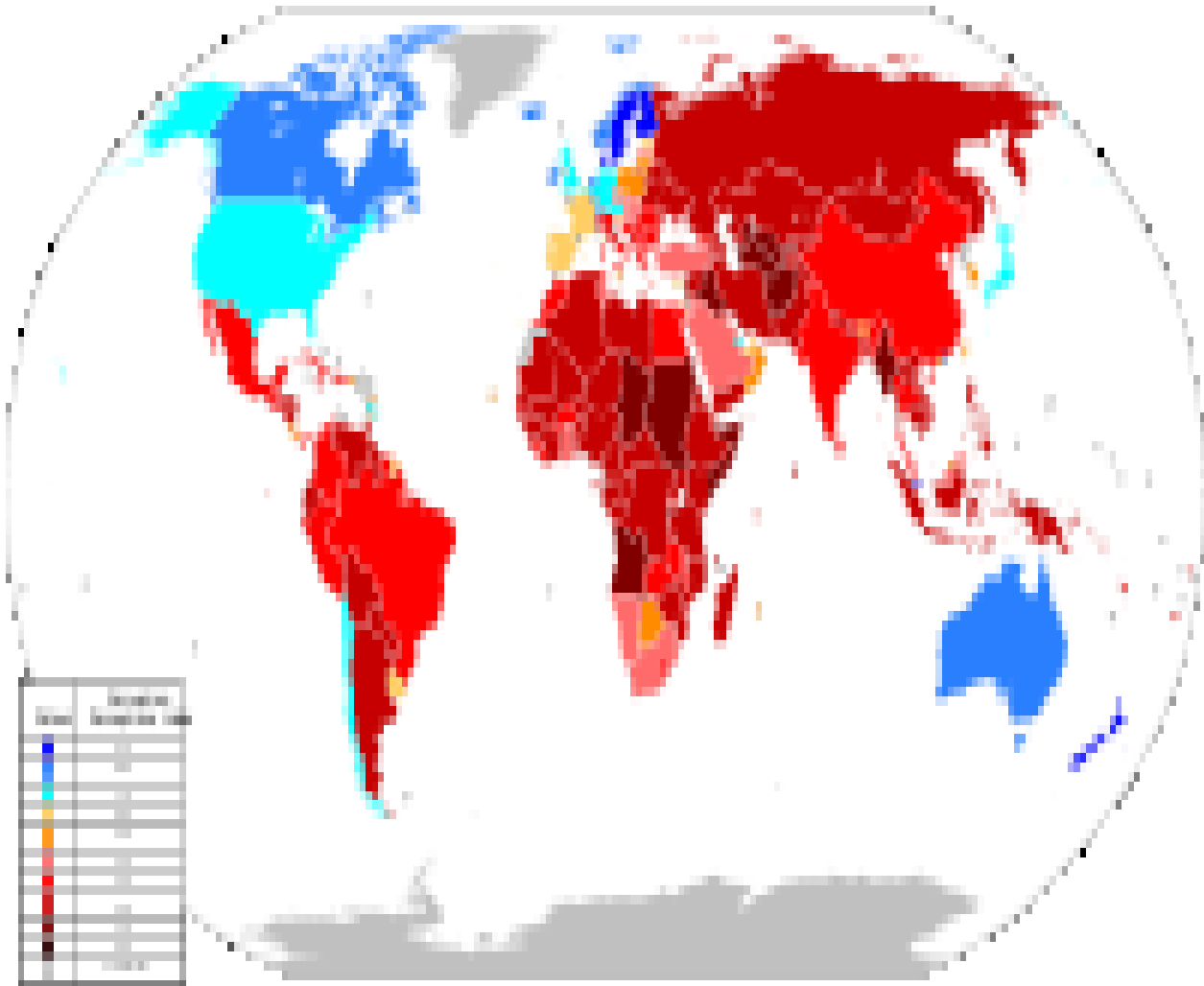
- Mnozí jsou přesvědčení, že příčinou je sociální stát, jež mají za nákladný a odrazující od užitečné práce.
- Proč nicméně recesí a krizí dobře procházejí severské země s rozsáhlým sociálním angažmá (N, S, SF, DK) a také D, A, NL s vysokým stupněm sociální ochrany?
- Možná proto, neboť sociální ochrana stabilizuje.
- Problémem může být přílišná ochrana pracovníků (E, I) ústící ve třídy zaměstnanců a neochotu zaměstnávat či přílišná velkorysost vůči širokým vrstvám klientů (GR, F).



Slabý a rozkrádaný stát?

Souvislost je patrná

- Příčinou přehnaného zadlužení může být neschopnost politiků (a tedy veřejnosti) řídit stát rozumně, rozpočtovat hospodárně, vybírat daně, čelit organizovanému zločinu včetně velké korupce, politická stabilita, společenská kultura.
- Ukazatele: i. index vnímání korupce
- ii. indexy vstřícnosti, konkurenceschopnosti
- iii. Indexy černé a šedé ekonomiky.
- iv. Indexy politické stability
- Iv. Indexy blahobytu, společenské úrovně



Přehnané zadlužování podniků a jednotlivců, hazard korporací

- Přehnaný optimismus vyústil ve značné zadlužování lidí (nesprávné ohodnocení možností splácet, nevhodné investice například do nemovitostí).
- Podobně špatné mohou být úsudky ohledně výnosů a nevhodné a přehnané investice u podniků, veřejných institucí, územní samosprávy a vůbec států.
- Morální hazard, tj. neodpovědnost rozhodujících za vzniklé dluhy korporací (výraz banksters), populističtí politici slibující neúnosné sociální zabezpečení či neúnosně nízké daně.

Jednotná měna jako špatný nápad

- Dlouhodobé rozvíjení teorie optimální měnové zóny (Mundell 1961).
- Nerovnováhy se obecně řeší změnou kursů.
- Území jednoho či více států je optimální měnovou zónou, jestliže existují nástroje vyrovnávání výkyvů (pohyb pracovních sil, flexibilita mezd a cen, přerozdělování).
- Panuje široké přesvědčení, že eurozóna, resp. EU jako celek takovou zónou je jenom částečně nebo dokonce není vůbec.
- Euro se tedy nemělo vůbec zavádět!

Nezavedení hospodářské unie včetně většího přerozdělování

- Symbolicky je EU, resp. eurozóna nejen měnová, ale též hospodářská unie.
- Chybí nicméně sladování hospodářských politik (např. koncepce zaměstnanosti, vzdělávání pracovní síly, prostředí pro prosperitu jednotlivých odvětví).
- Chybí rovněž rozsáhlejší přerozdělování mezi jednotlivými státy – v rámci regionální a zemědělské politiky je zanedbatelné a je otázka, zda je užitečné.
- Optimisté předpokládali, že se vytvoří postupně, hazardní optimisté vidí krizi jako příležitost.

Předpoklady zdraví eurozóny, jak byla před 15 lety ustavována

- Jaké by byly předpoklady pro fungování eurozóny bez sladování hospodářských politik a přerozdělování, jež jsou v EU asi nedosažitelné?
- Zapojení pouze států, které již byly hospodářsky sblížené podle uvedených hledisek.
- Uměřené nejen veřejné (dodržování mezí), ale též soukromé zadlužování.
- Možnost snížení mezd v hospodářství při poklesu výkonnosti.
- Rozdílná funkčnost všech členských států.

Přehled zachraňovaných států a států ve značných obtížích

- GR – obrovský státní dluh, kuratela, haircut, velká krize, přehnané ceny a mzdy, nefunkční stát.
- P – značné dluhy, slabost hospodářství.
- IRL – přehnaný optimismus soukromých osob, finanční krize, zachraňování bank.
- E – optimismus soukromého i veřejného sektoru (decentralizace – regiony), nezaměstnanost
- I – na hraně krize, problémy se státním dluhem
- Další na hraně: CY – bankovní krize, SLO – nemovitostní bublina.
- Mimo eurozónu: IS, H, RO, LV.