

## EKONOMICKÉ SOUVISLOSTI DOSAVADNÍHO MANAGEMENTU EURO-KRIZE

JAN BUREŠ

Evropská krize nastartovala na jaře roku 2010 v Řecku. Od té chvíle o pomoc ze záchranných fondů unie a MMF požádaly již čtyři země – Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko. Právě start krize v Řecku, jehož vláda byla chronicky nedisciplinovaná,<sup>1</sup> přispěl k tomu, že Evropa začala problémy periferních ekonomik vnímat primárně jako problémy fiskální. Při bližším pohledu se ale ukazuje, že fiskální problémy jsou v řadě případů druhotné. Budu se snažit ukázat, že hlavní potíže leží v rozevírajících se nůžkách v konkurenceschopnosti<sup>2</sup> a deficitech celkové platební bilance. Deficity veřejných financí periferních ekonomik jsou v mnoha případech pouze druhotným symptomem této hlubší krize. V tomto světle je na místě se ptát, zda dosavadní reakce tvůrců klíčových politik – Evropské rady, Komise, ECB a národních vlád – je odpovídající. Ukazují, že příliš velký tlak na rozpočtovou disciplínu v duchu nové Fiskální úmluvy<sup>3</sup> může být kontraproduktivní a odvádět pozornost od jádra dnešních potíží.

### ROZPOČTOVÁ DISCIPLÍNA VERSUS KONKURENCESCHOPNOST

Je lákavé hodit periferní ekonomiky do jednoho pytle a dát jim nálepku těch, kteří nejsou schopni držet na uzdě své veřejné rozpočty. Při porovnání tří ekonomik – německé, řecké a španělské – jsou ale vidět velké rozdíly. Grafy 1 a 2 ukazují, že španělská vláda byla před vypuknutím americké krize (2008/2009) spíše rozpočtově zodpovědná a na rozdíl od Řecka i Německa systematicky dodržovala kritéria pro deficity veřejných rozpočtů. K prvnímu překročení limitu pro deficit veřejných financí na úrovni 3 % HDP ve Španělsku došlo až v roce, kdy nastartovala finanční krize spojená s pádem Lehman Brothers. Mezi roky 1996 a 2007 veřejný dluh Španělska nepřetržitě klesal a v roce 2007 patřil na úrovních pod 40 % HDP k nejnižším v Evropské unii. Těžko tedy přijmout argument, že geneze španělských a řeckých problémů je stejná a že by tvrdší a vymahatelnější rozpočtová pravidla pomohla předejít současné španělské

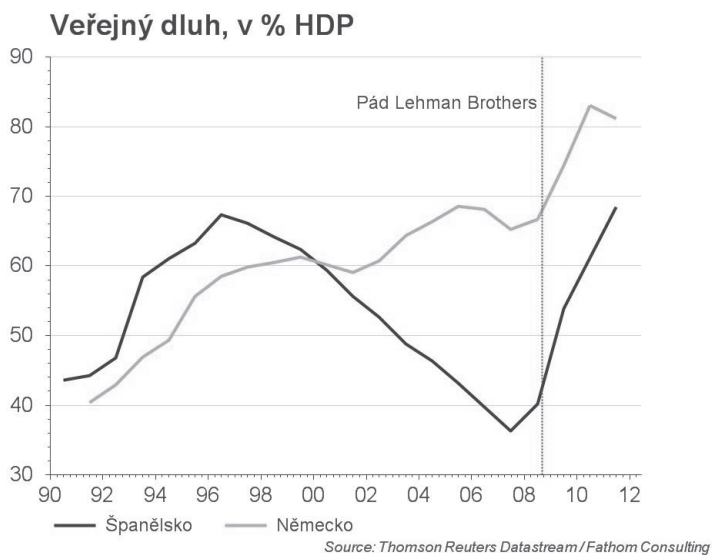
<sup>1</sup> Nedodržela za celé působení v Unii ani jednou rozpočtové kritérium pro schodek veřejných financí pod 3 % HDP.

<sup>2</sup> Ta se odráží v nárůstu deficitů běžných účtů platební bilance.

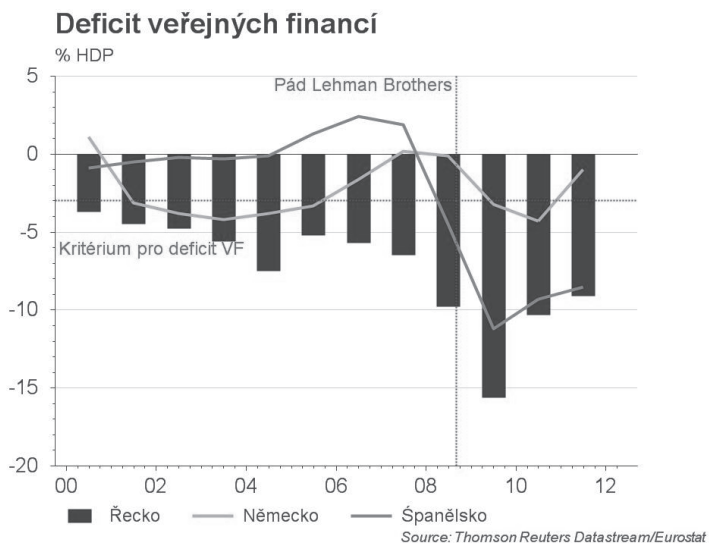
<sup>3</sup> The Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union.

krizi. Problémy Španělska mají svůj původ v soukromém sektoru a souvisí s postupnou ztrátou relativní konkurenceschopnosti Španělska. Tu ukazuje vývoj jednotkových pracovních nákladů v grafu 3. Zhoršování relativní konkurenceschopnosti se projevvalo v prohlubujících se deficitech běžného účtu platební bilance a v rostoucí závislosti ekonomiky jako celku na zahraničním financování.

Graf 1

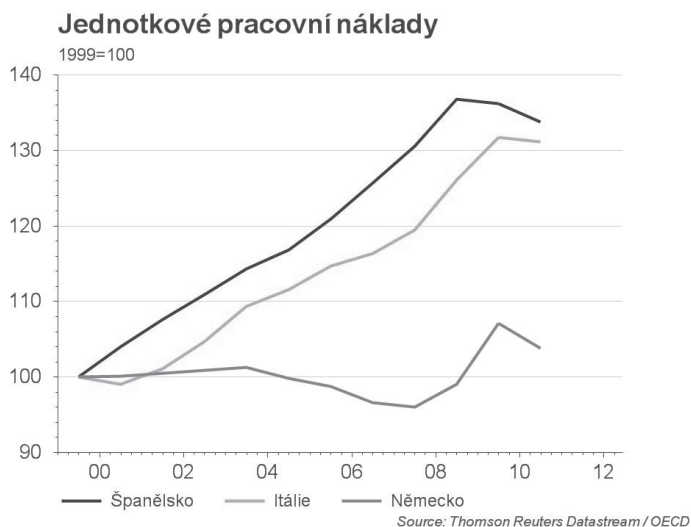


Graf 2



Tuto dynamiku znázorňují grafy 3 a 4. Je těžké říci, co z dvojice ztráta konkurenceschopnosti a návyk na zahraniční peníze bylo jako první. Co je příčina a co důsledek? Jedno vysvětlení říká, že závislost na zahraničních penězích rostla v důsledku upadající konkurenceschopnosti španělské ekonomiky. Druhé zase, že rostoucí příliv peněz ze zahraničí do španělské ekonomiky byl primárně dán nedostatkem investičních příležitostí v zemích s přebytkem běžného účtu jako v Německu. Příliv peněz do Španělska v kombinaci s příliš nízkými reálnými úrokovými sazbami vedl k rychlému růstu úvěrů ve španělském realitním sektoru. Rychlý růst cen nemovitostí pak podpořil domácí spotřebu,<sup>4</sup> mzdy v ekonomice začaly rychleji než produktivita práce a relativní konkurenceschopnost se zhoršovala. Ať už byla dřív slepice (nízká konkurenceschopnost) nebo vejce (závislost na zahraničních úvěrech), jasná je jedna věc, španělské problémy nemají svůj původ v nízké rozpočtové disciplíně národní vlády. Problémem nebyl veřejný deficit a veřejný dluh, ale schodky běžného účtu a zahraniční dluh. Vytrvalé schodky běžného účtu vedly k nárůstu celkového zahraničního dluhu španělské ekonomiky<sup>5</sup> a jak ukazuje graf č. 5 k zhoršování čisté investiční pozice<sup>6</sup>.

Graf 3

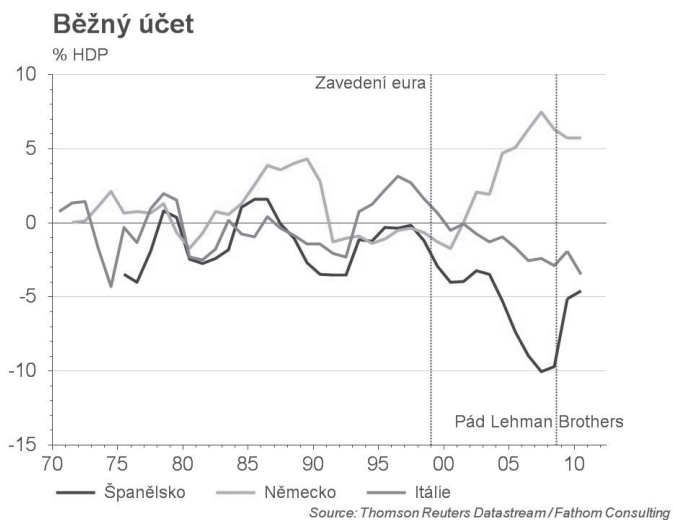


<sup>4</sup> Mechanismus ukazuje dobře Ando, A., Modigliani, F., *The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, American Economic Review 2/1963.

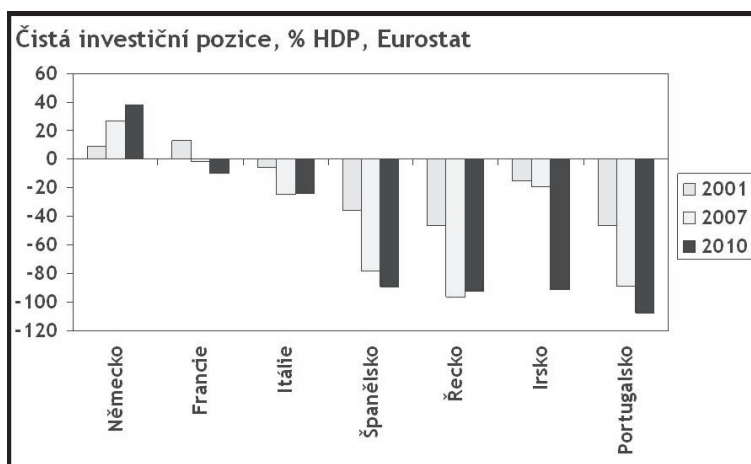
<sup>5</sup> Ve Španělsku nerostl celkový zahraniční dluh díky rostoucímu zadlužení veřejného, ale soukromého sektoru.

<sup>6</sup> Čistá investiční pozice země je rozdíl mezi celkovými (soukromými i veřejnými) finančními aktivy a pasivou země. Je to celkový zahraniční dluh očištěný o zahraniční aktiva země.

Graf 4



Graf 5



Jak správně vysvětluje T. Mayer<sup>7</sup> nebo H.-W. Sinn a T. Wollmershäuser<sup>8</sup>, jádro dnešních problémů eurozóny není v nízké rozpočtové disciplíně vlád, ale v rozevírajících se nůžkách v konkurenceschopnosti a v nerovnováhách platební bilance uvnitř měnové unie. Narůstající deficity běžných účtů platební bilance byly v periferních ekonomikách mezi roky 1999 a 2008 trvale financovány rostoucím přílivem levných peněz ze zaha-

<sup>7</sup> Mayer, T., *Eurolands's hidden balance of payments crisis*, Deutsche Bank Research, EU Monitor 88 z 26. 10. 2011.

<sup>8</sup> Sinn, H.-W., Wollmershäuser T., *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, NBER Working Paper No. 3500, 2012.

ničí skrze finanční účet platební bilance<sup>9</sup>. S pádem Lehman Brothers ale levné zdroje zahraničních peněz vyschly.

V tuto chvíli by mimo měnovou unii došlo k přirozenému narovnání nerovnováhy. Neochota zahraničních investorů financovat schodek běžného účtu platební bilance by vedla k oslabení periferních měn. To by na jedné straně zlevnilo periferní aktiva<sup>10</sup> a přitáhlo tím zpátky část zahraničního kapitálu. Současně by to zdražilo perifériím dovozy, tím omezilo reálnou spotřebu a tlačilo na nižší schodky běžného účtu při vyšší inflaci. Uvnitř měnové unie ale takovýto vyrovnávací mechanismus neexistuje. Periferie nemají šanci zlevnit svá aktiva rychlým znehodnocením měny a deficit běžného účtu tím pádem okamžitě ztrácí zahraniční zdroj financování. Tím se dostane do deficitu celková platební bilance. To by nebylo teoreticky možné,<sup>11</sup> kdyby uvnitř eurozóny neexistoval platební mechanismus, který tyto nerovnováhy vyrovnává. Platební systém Target 2 umožňuje automaticky přesouvat prostředky ze zemí s přebytkem úspor do deficitních zemí. Jednoduše řečeno, když má německý finanční systém přebytky úspor a zdráhá se je přímo poskytnout periferním ekonomikám, uloží je u německé Bundesbanky, která zastupuje v Německu ECB. V tu samou chvíli španělský systém vykazuje nedostatek prostředků na krytí svých běžných operací a jeho bankovní systém čerpá skrze vlastní centrální banku od ECB půjčky. Tak mohou ekonomiky uvnitř měnové unie fungovat dál s deficitem běžného účtu, i když je přestane financovat soukromý sektor. Vzniklé deficity platební bilance se projeví jako deficitní pozice uvnitř platebního systému Target 2. Jak ukazuje graf č. 6, od startu krize v roce 2008 uvnitř Target 2 výrazně narostla pozitivní bilance Německa a negativní bilance Itálie a Španělska.

Jádro problému periferních ekonomik je tedy z části v relativně nízké konkurenceschopnosti, kterou odráží deficity běžných účtů platební bilance na perifériích a přebytky v Německu. Rozdíly v konkurenceschopnosti a běžných účtech ale nedokáží vysvětlit zcela rozevírání nůžek v platebním systému Target 2. V době, kdy se začala výrazně prohlubovat deficitní pozice Španělska v Target 2, současně již docházelo k rychlému snižování deficitu běžného účtu. Samotné zastavení přílivu kapitálu, kryjícího do té doby schodky běžných účtů, narůstání nerovnováh uvnitř Target 2 nevysvětluje. Periferní ekonomiky totiž navíc čelí aktivnímu odlivu kapitálu (úspor),<sup>12</sup> který deficit celkové platební bilance jenom prohlubuje. Důvodem je strach ze znovuzavedení národních měn a z prudkého znehodnocení úspor uložených v periferních bankovních systémech.<sup>13</sup>

<sup>9</sup> Platební bilance je peněžním vyjádřením všech ekonomických transakcí mezi určitou zemí a jejími zahraničními partnery za určité období (běžně za účetní rok). Běžný a kapitálový (finanční) účet jsou dvě základní složky platební bilance. Běžný účet v sobě zahrnuje především bilanci zahraničního obchodu, dále pak bilanci výnosů a bilanci transferů. Zatímco bilance běžného účtu odráží změnu národních úspor, bilance kapitálového účtu ukazuje odpovídající změny ve vlastnictví zahraničních aktiv a domácích aktiv zahraničními subjekty.

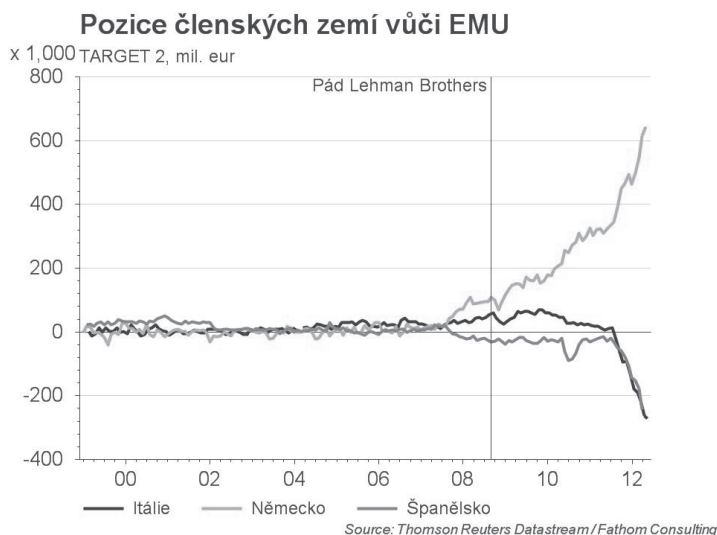
<sup>10</sup> Jedná se především o nemovitosti.

<sup>11</sup> Nedostatek domácích úspor (deficit běžného účtu) musí vykompenzovat jejich příliv ze zahraničí nebo prodej devizových rezerv.

<sup>12</sup> Odtékat může navíc nejen zahraniční kapitál, ale i domácí úspory.

<sup>13</sup> V případě znovuzavedení národní měny by pravděpodobně byly veškeré vklady u domácích bank konvertovány do původní měny, která by následně výrazně znehodnotila.

Graf 6



## RŮZNÉ RECEPTY NA RŮZNÉ DRUHY KRIZE

Jak jsem ukázal, dnešní problémy periferií do velké míry stojí mimo veřejný sektor. Příběh Řecka, jehož vláda dlouhodobě nebyla schopna držet rozpočet na uzdě, je výjimečný. Jako protipól mu stojí příběh Španělska, které v předkrizovém období vytrvale plnilo rozpočtová kritéria.

Jádro problémů periferií je v prohloubení deficitů běžných účtů platební bilance, které odráží klesající relativní konkurenceschopnost periferních ekonomik. S tím, jak klesla důvěra v projekt eura a stouply sázky na znovuzavedení národních měn, se také ze zemí s vysokými schodky běžného účtu a s vysokým zahraničním dluhem (grafy 4 a 5) zrychlil odliv kapitálu a zvýšila závislost na ECB (viz graf 6). Lékem na současné problémy periferií není co nejrychleji vyrovnat deficity veřejných financí, ale začít srovnávat celkové vnější nerovnováhy uvnitř eurozóny a obnovit důvěru trhů v další pokračování projektu eura.

Španělsko, Irsko nebo Portugalsko potřebují v prvé řadě dostat do přebytku běžný účet platební bilance a začít splácet celkový zahraniční dluh (vyrovnávat negativní investiční pozici). Cesty k vyrovnání běžného účtu jsou tři. Jedna vede skrze posílení kvality (zvýšení konkurenceschopnosti), druhá přes zlevnění (devalvací) a třetí přes omezení spotřeby<sup>14</sup>. Pokud se periferním ekonomikám podaří posílit strukturálními reformami výkon vývozu, vylepší se bilance běžného účtu a vysoké zahraniční dluhy se začnou snižovat. Problém je, že strukturální reformy trvají dlouho a jejich výsledek je častokrát nejistý. V tuto chvíli je navíc komplikuje příliš silná orientace na rozpočto-

<sup>14</sup> Při devalvací dochází také k reálnému omezení spotřeby.

vou disciplínu národních vlád. Ta jednak odvádí pozornost od nezbytných kroků<sup>15</sup> a současně může národní vlády tlačit ke krokům snižujícím konkurenceschopnost jejich ekonomik.<sup>16</sup>

Druhá možnost (devalvace) je sice rychlá a okamžitá, nicméně těžko realizovatelná uvnitř měnové unie<sup>17</sup>. Může ale pomoci tzv. vnitřní devalvace, při které by se země s přebytky běžného účtu a kladnou čistou investiční pozicí (jako Německo) smířily s uvolněnější měnovou politikou ECB spojenou s vyšší inflací a vyšším růstem mezd v jejich ekonomikách. To by umožnilo periferním ekonomikám relativně zlevnit, tedy reálně znehodnotit vůči Německu. Tento proces je ale také během na delší trať, a proto v tuto chvíli v praxi na periferiích vidíme také třetí cestu vyrovnání deficitů běžných účtů – propad domácí spotřeby.

Pro periferie by bylo snesitelnější, kdyby se přizpůsobení co nejvíce realizovalo prvními dvěma cestami a co nejméně tvrdým seškrtnáním spotřeby. K tomu potřebují vedle řady strukturálních reforem (nejčastěji na trhu práce), především levné peníze a důvěru zahraničních investorů. Tu v tuto chvíli nemají především kvůli ztrátě důvěry v projekt eura jako takový. Nedůvěra v pokračování eura, jak jsem ukázal, tlačí na odliv kapitálu z periferních ekonomik, jejichž měny by při znovuzavedení nejvíce oslabily. Odliv kapitálu a zvýšená závislost na ECB prohlubuje nedostatek peněz na periferiích a neochotu tamních bank poskytovat úvěry. V takovém prostředí, jak ukazuje P. Kuwsmann na příkladu Portugalska, i kvalitní pro-exportní projekty s jasným plánem tržeb nejsou schopny sehnat financování. Pak periferiím nezbyvá nic jiného než pokračovat ve spirále padající spotřeby a rostoucí nezaměstnanosti.

## ECONOMIC CONTEXT OF PRESENT EURO-CRISIS MANAGEMENT

### Summary

Since spring 2010, when the European crisis began in budgetary undisciplined Greece, three other countries (Ireland, Portugal, Spain) requested financial assistance from the European Union and the IMF. The way how the crisis started contributed to the fact that Europe perceives the problems in peripheral economies to be primarily of fiscal nature. However, a deeper analysis shows that fiscal problems are in many cases only secondary. The study demonstrates that the main difficulty lies in increasing differences in the level of competitiveness and the overall balance of payments deficits. In most cases, the public sector deficits in peripheral economies represent only a secondary symptom of a deeper crisis. In the light of above mentioned it is appropriate to ask whether the current response of key policy makers – the European Council, the European Commission, the European Central Bank and national governments – is appropriate. This contribution underlines that too much pressure on budgetary discipline in the spirit of the new tax agreements may be counterproductive and misleading.

*Key words:* austerity measures, competitiveness, budgetary discipline, budget deficit, current account deficit, devaluation, eurozone, fiscal policy, loss of competitiveness, Target 2

<sup>15</sup> V případě Španělska šlo například o dlouhodobé odkládání doplnění kapitálu do bankovního sektoru.

<sup>16</sup> Například prudké zvyšování daňových sazeb DPH v Řecku, které jenom posílilo daňové úniky.

<sup>17</sup> Vycházím z toho, že rozpad eurozóny je pro všechny zúčastněné strany extrémně nákladnou a neracionální volbou, viz např. Deo, S., Donovan, P., Hatheway, L., *Euro break-up the consequences*, UBS Global Economic Perspectives 6. 9. 2011. To ovšem neznamená, že k němu nemůže dojít.