

Krize v EU

- 2008-2009 dopad světové finanční a ekonomické krize
- 2010-2012 dluhová krize (5 zemí eurozóny)
- 2012 institucionální krize
- 2014 krize ve vztazích Evropské unie s Ruskem
- 2015 krize migrační

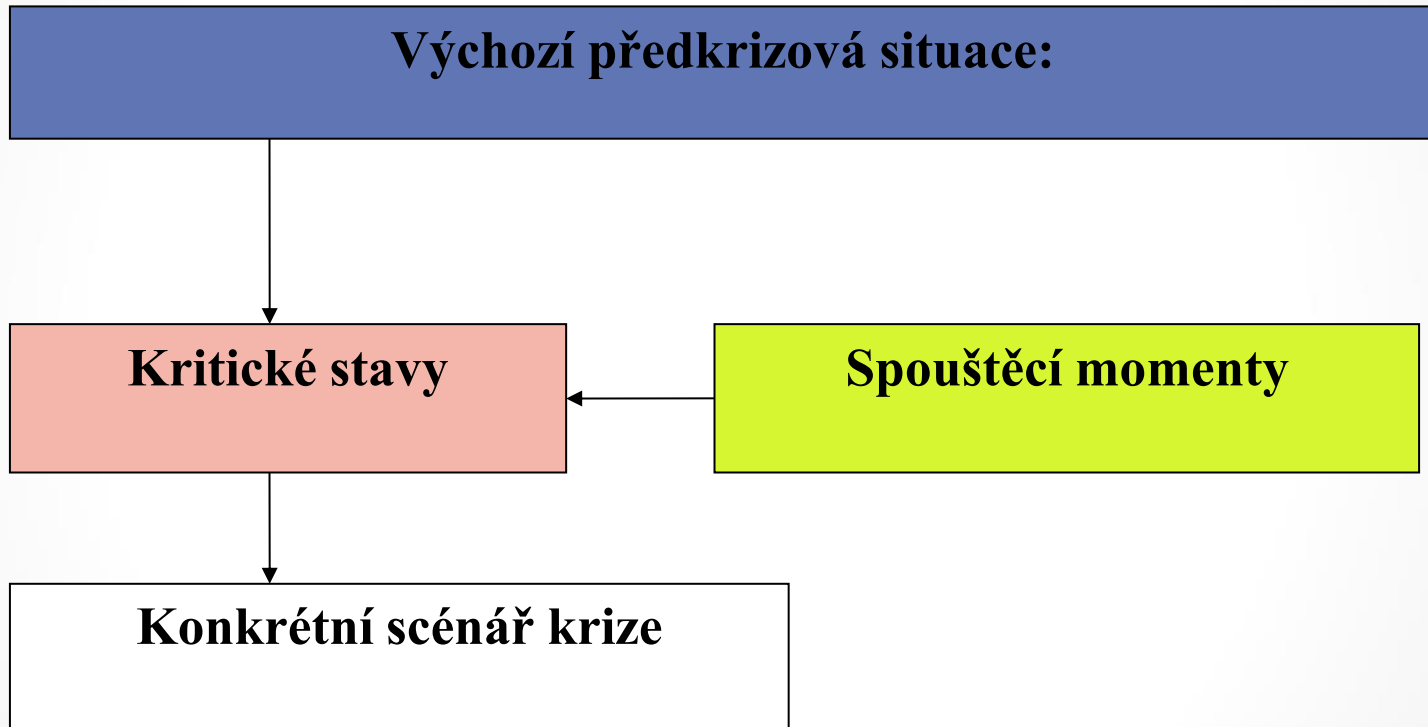
Příčiny krize

- Krize je více či méně drastickou korekcí nerovnováh vzniklých v předchozím období
- Obvykle je příčinou krize přehřátí ekonomiky, ke kterému dochází prostřednictvím bublin na různých trzích; neudržitelné výchyly bývají mylně interpretovány jako trendy – vždy se nakonec (naštěstí) dostaví disciplinující role trhů
- Přestože krize mívají odlišný charakter (měnové krize, bankovní krize), v základních rysech jsou si podobné: podcenění rizik a zpupnost vůči starým pravdám a prověřeným zásadám obezřetnosti
- ***Zárodky krizí vždy vznikají v „dobrých časech“, kdy je svět nejlíbeznější***

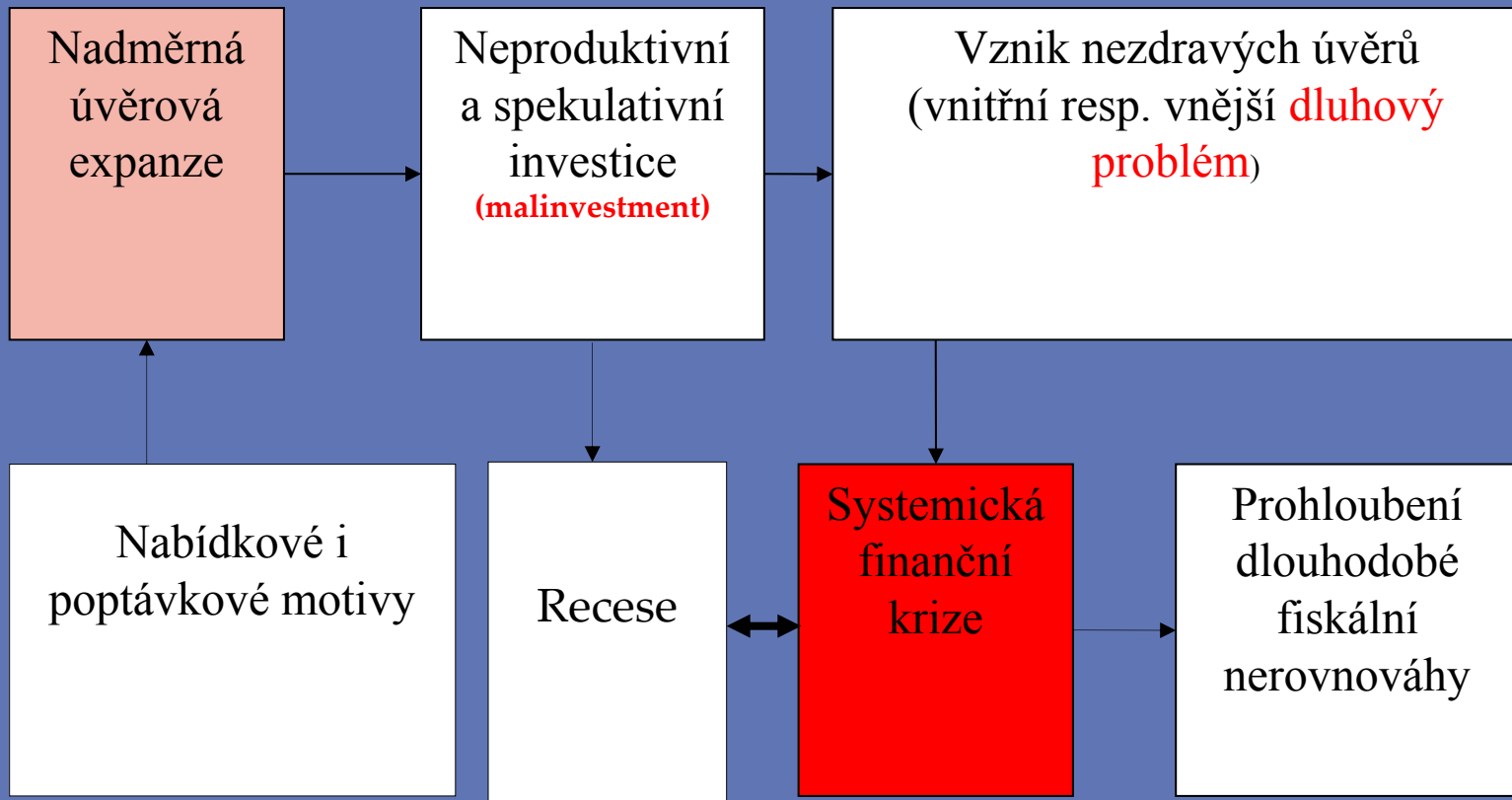
Specifické příčiny krize

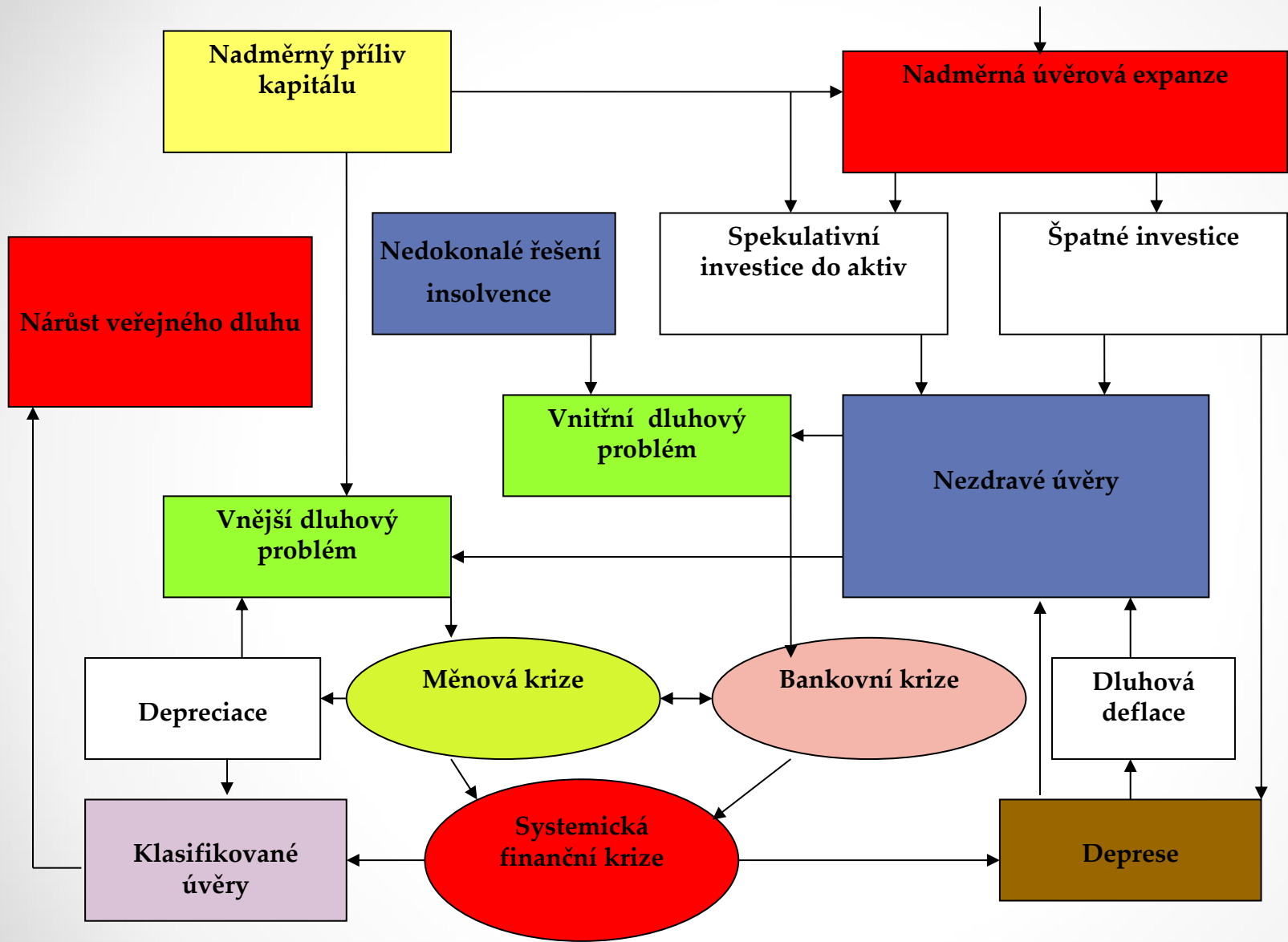
- Zdánlivě neotřesitelná stabilita globální ekonomiky, spojená s nástupem nových hráčů s téměř nekonečným apetitem po růstu ...
- S tím spojená dlouhodobě nízká inflace, navozující tlak na nízkou úroveň zhodnocení kapitálu ve světě
- Obrovský a stále narůstající objem volné likvidity na finančních trzích (kde se vzala?)
↓
- Poptávka po produktech přinášejících vyšší zhodnocení
- Ochota investorů hledat a podstupovat vyšší rizika (psychologie: „*když to vychází jim, musí to vyjít i nám*“)
- Tlak akcionářů bank (když se „*daří*“ konkurenci, musíme jít do stejných rizik jako oni) a tlak na managementy bank
↓
- Obrovská diverzifikace finančního zprostředkování, prudký nástup jeho nebankovních forem
- Bezprecedentní tvořivost na finančním trhu

Obecné schéma vzniku systemické finanční krize



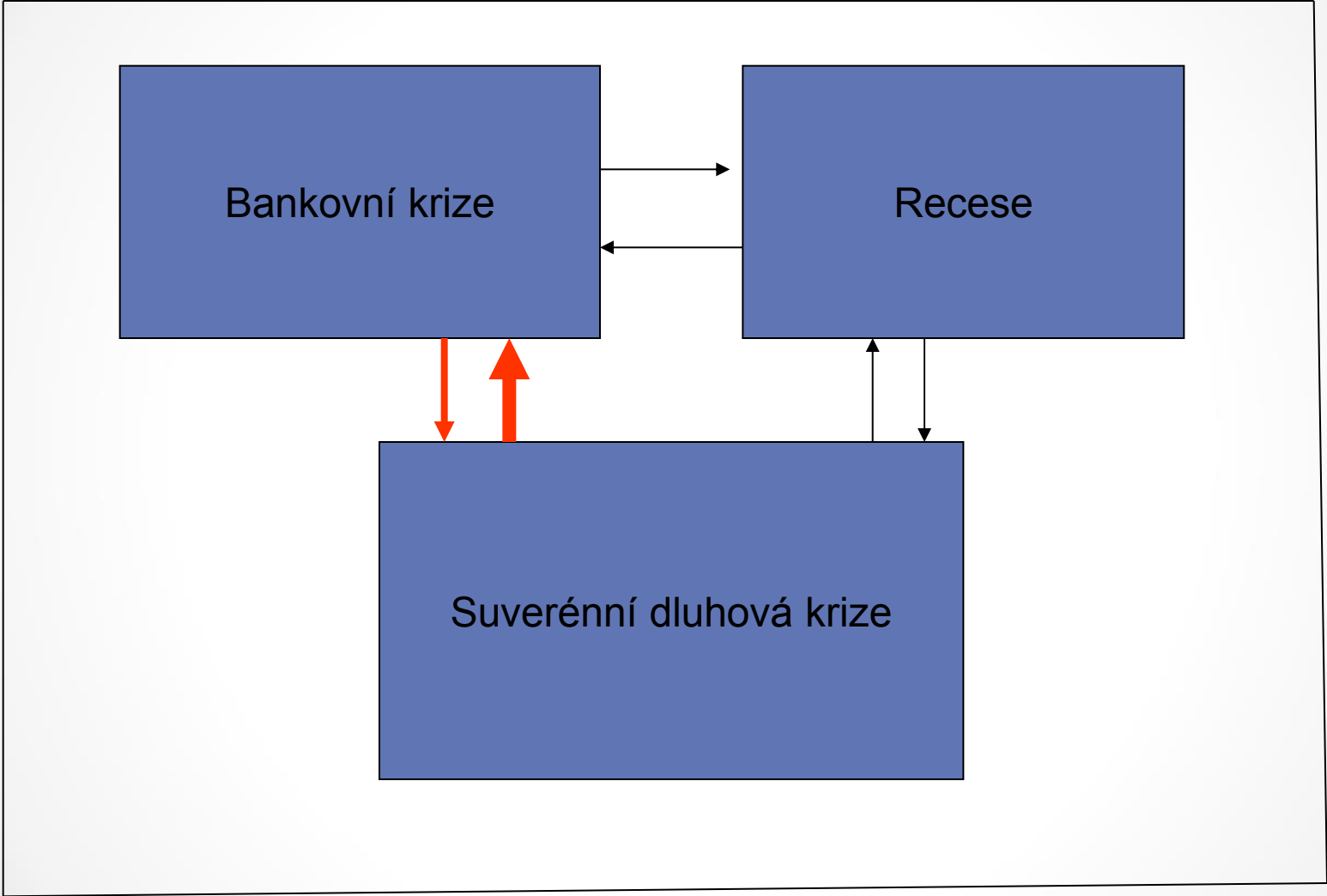
Nadměrná úvěrová expanze, dluhový problém a systemická finanční krize





Dluhové problémy vlád

- Ve chvíli, kdy se ekonomiky stabilizovaly, objevuje se dluhový problém (deficitní politika + náklady sanace)
- Variace podob dluhového problému (Irsko, Řecko ...)
- Co se odehrává cca od počátku roku 2011, je **přeliv dopadu veřejných dluhů zpět na finanční trh a zprostředkovaně opět na reálnou ekonomiku**: návrat krizového propadu.
- Důvody:
 - Stát jako účastník finančního trhu byl až donedávna kredibilní poslední instancí: nyní už tomu tak nemusí být
 - Stát se krátkodobě nemůže financovat jinak než na finančním trhu (dlouhodobě jej ovšem financují daňoví poplatníci)
 - Investory do státních dluhů jsou finanční instituce (bankovní i nebankovní). Příklad: až do vstupu ECB na trh byl řecký dluh držen privátními investory



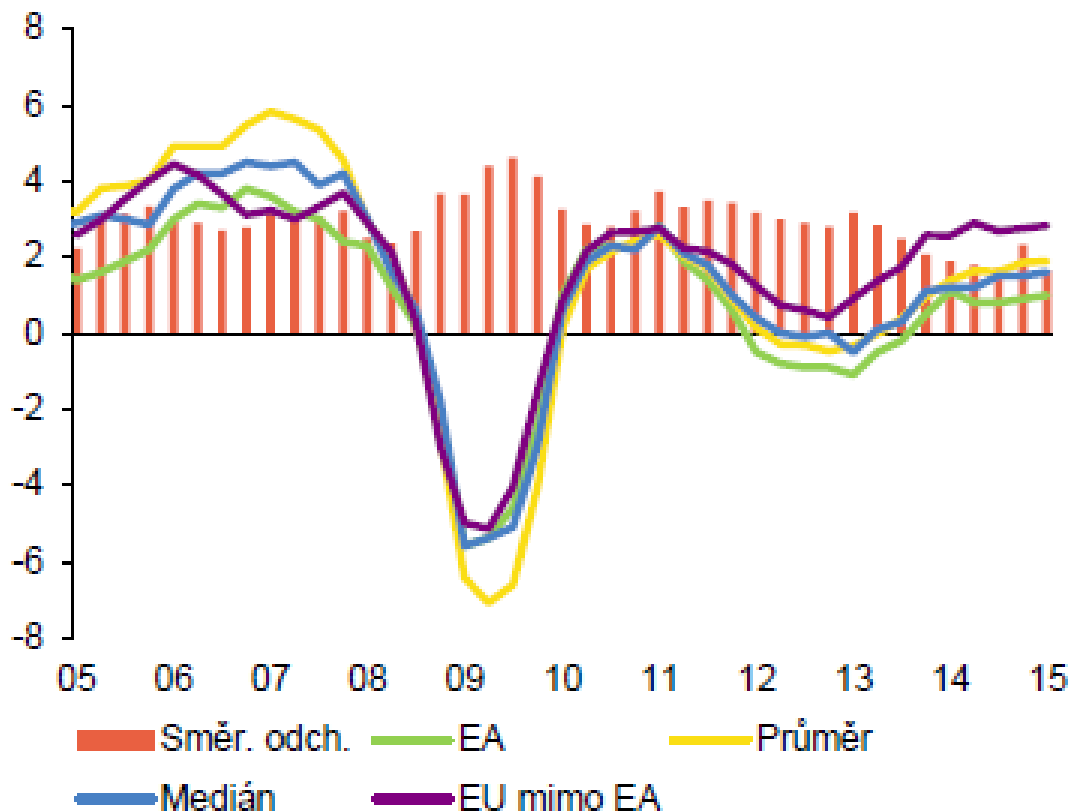
A specificky v EU...

- Navíc přestal fungovat institucionální rámec (fiskální disciplína) a nový ještě nevznikl: to kredibilitě států, centrálních bank i nadnárodních institucí nepřidá.
 - Přímý (ECB) i nepřímý (FED, BoE) odkup státních dluhopisů: jedná-li centrální banka v přímém rozporu s právním řádem, není to dobré
 - Rozpouštění národních veřejných dluhů do nadnárodních instrumentů a faktická institucionalizace přeshraničních fiskálních transferů (ESFS, euroval) bez jasné perspektivy institucionálních a strukturálních reforem fiskálu
 - Evidentní snaha exportovat problém a importovat „řešení“:
 - Zjevné zastírání pravých motivů, které nemůže trh přesvědčit:
 - Potírání nositelů nepříjemných pravd (ratingové agentury)

Dluhová krize Eurozóny

- Některé země si před krizí žily „nad poměry“ (Řecko dlouhodobě!)
- Jiné země (např. Španělsko, Irsko) sice hospodařily poměrně střídavě, ale: 1) záchrana bank 2) podpora poptávky během krize 3) hospodářský pokles následně výrazně zhoršily jejich fiskální situaci
- Dva měsíce po vypuknutí finanční krize začaly trhy diferencovat mezi bonitou vládních dluhů různých členských zemí ⇒ růst výnosů
- Dluhová krize: financování veřejného dluhu na trhu se pro některé země v určité chvíli stalo příliš drahé (či nemožné), přičemž růst dluhu hrozil, že se vymkne kontrole (roztočení dluhové spirály)
- Fiskální politika se tak v zejména periferních zemích EMU stala dodatečným zdrojem šoků, místo aby byla jejich
- tlumičem

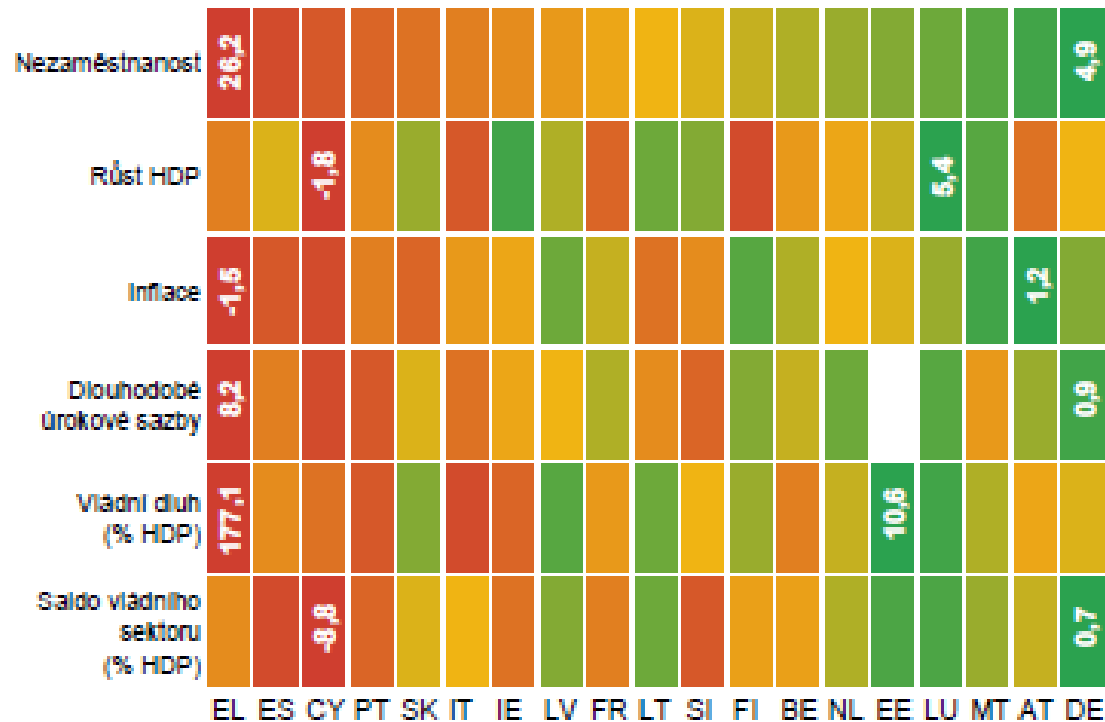
Vývoj reálného HDP



Pozn.: Řada průměr zobrazuje aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Medián a směrodatná odchylka se vztahují rovněž k zemím eurozóny. Pro země EU mimo eurozónu je uváděn pouze aritmetický průměr. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, EIU, výpočet ČNB

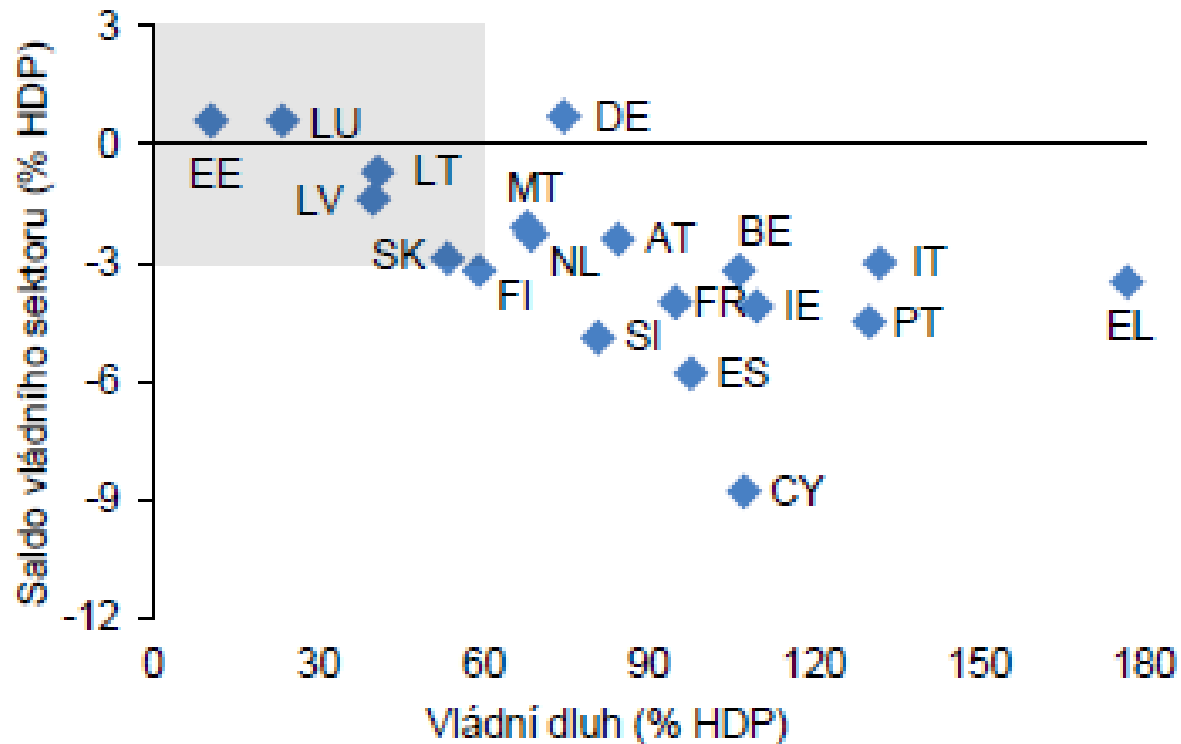
Základní makroekonomické ukazatele



Pozn.: Barva dlaždice zachycuje pořadí země podle průměrné hodnoty daného ukazatele v období od ledna 2014 do června 2015. U inflace je barva dlaždice měřítkem odchylky od 2 %, číslo na dlaždici poté hodnotou inflace. Země byly seřazeny podle úrovně nezaměstnanosti (od nejvyšší po nejnižší). Časová řada dlouhodobých úrokových sazeb pro Estonsko není dostupná.

Zdroj: ECB, Eurostat, výpočet ČNB

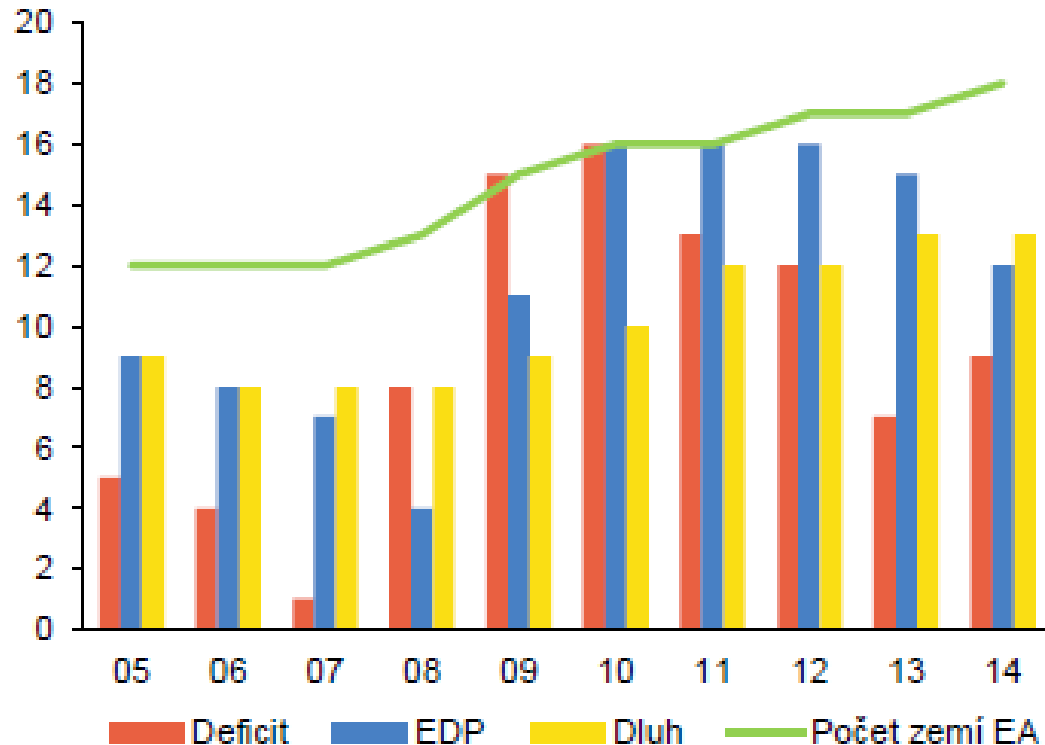
Fiskální situace zemí eurozóny 2014



Pozn.: Data za rok 2014. V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu (viz také Graf 9).

Zdroj: Eurostat

Nedodržování fiskální disciplíny



Pozn.: Počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu, který předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Řada EDP zobrazuje počet zemí v postupu při nadměrném schodku. Počet zemí v EDP může být vyšší než počet zemí s nadměrným schodkem, protože EDP probíhá většinou několik let.

Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočty ČNB

Tempo růstu podílu vládního dluhu k HDP

	EU17	Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko
2007	66,2	105,4	103,6	68,3	36,1	25,0
2008	69,9	110,7	106,3	71,6	39,8	44,4
2009	79,3	127,1	116,1	83,0	53,3	65,6
2010	85,4	142,8	119,0	93,0	60,1	96,2
2012	87,2	170,1	126,3	119,7	90,7	117,8
2010/2002	130,0%	161,5%	121,5%	176,2%	250,2%	468,8%

Možnosti snižování vládního dluhu

- Endogenní faktor: saldo rozpočtového hospodaření, naráží na:
 - Omezený vládní horizont
 - Lobbyistické tlaky zájmových skupin
 - Politická nepopulárnost
- Exogenní faktory:
 - Tempo ekonomického růstu
 - Inflace (např. vyvolaná monetizací dluhu, nemění nominální výši dluhu, ale jeho výši reálnou)
- Opatření na straně věřitelů (*dopady a morální hazard*)
- Mimořádná kapitálová dávka (*negativní vliv na úspory a investice, odliv kapitálu, kredibilita vládních dluhopisů atd*)
- Administrativní opatření

Krise eurozóny a její řešení

- interní devalvace- úsporná řešení
 - pokles mezd a zvýšení konkurenceschopnosti zevnitř, příklad Pobaltí
- sjednocení hospodářské a rozpočtové politiky
 - cesta federalizace
 - prozatím prvky koordinace
 - zasílání rozpočtů Komisi pro „kontrolu“
 - návrhy na povinné pokuty při překročení deficitů atd.
 - vydání evropských (eurozónových) dluhopisů

Krise eurozóny a její řešení

- rozpad eurozóny
 - celkový návrat k národním měnám
 - vize ekonomického otřesu, dominový efekt, ztráta důvěry trhů
 - ohromné politické náklady: „Konec eura znamená konec EU a Evropy jako celku“
 - vznik slabšího a silnějšího eura, případně jeho omezení na některé státy
 - varianta předchozího, spory mezi zeměmi

Bezprostřední záchranné operace

- **Vlády:**

- Výkup problémových aktiv (cenných papírů navázaných na americké rizikové hypotéky) vládními fondy
- Přímý kapitálový vstup vlád do jednotlivých bank důležitých pro finanční systém
- Garance depozit
- A v současnosti vymáhání odpisu pohledávek (Řecko) v bankách, vynucování další rekapitalizace bank (ze zdrojů trhu)

- **Centrální banky:**

- Opakované injekce likvidity do peněžního systému s cílem udržet likviditu a důvěru na finančním trhu
- (Koordinované) snižování úrokových sazeb
- A v současnosti nestandardní operace na druhotném trhu státních dluhopisů s cílem podpořit úvěrové aktivity bank

Nejnovější vývoj v eurozóně

- Doposud přijaté politiky přispěly ke snížení rizik a ke zlepšení finančních podmínek
 - Eurozóna:
 - Outright Monetary Transactions (OMT)
 - Zřízení European Stabilisation Mechanism (ESM)
 - První kroky k Bankovní unii
 - Národní úroveň
 - Fiskální konsolidace
 - Dílčí strukturální reformy (např. Itálie, Řecko)
- Hospodářský růst v eurozóně je však zatím velmi slabý

Akutní nebezpečí otřesu eurozóny se snížilo, ale rychlejšímu oživení brání pokračující oddlužování (bank, vlád, domácností) a strukturální nedostatky

Outright Monetary Transactions (OMTs – přímé monetární transakce)

- ECB bude přímo vstupovat na sekundární trh a vykupovat vládní dluhopisy problémových zemí eurozóny
- Intervence ECB má být podmíněná přijetím úsporných programů

Evropský stabilizační mechanismus

1. Stabilizační podpora (Sovereign, Supranational, Agency - SSA)
2. Rekapitalizace finančních institucí (Bank recapitalisations)
3. Preventivní finanční pomoc (Precautionary financial assistance)
4. Nástroj pro podporu na primárním (v aukcích příslušného ministerstva financí) trhu (Primary Market Support Facility)
5. Nástroj podpory na sekundárním (mezibankovním) trhu (Secondary Market Support Facility)

Členské státy ESM	Kapitálový klíč %	Upsaný kapitál mld. EUR	Splacený kapitál mld. EUR
Belgie	3,4675	24,34	2,78
Estonsko	0,1855	1,30	0,15
Finsko	1,7924	12,58	1,44
Francie	20,3297	142,70	16,31
Irsko	1,5878	11,14	1,27
Itálie	17,8643	125,40	14,33
Kypr	0,1957	1,37	0,16
Lotyšsko	0,2757	1,93	0,22
Lucembursko	0,2497	1,75	0,20
Malta	0,0729	0,51	0,06
Německo	27,0716	190,02	27,72
Nizozemsko	5,7012	40,02	4,57
Portugalsko	2,5023	17,56	2,01
Rakousko	2,7757	19,48	2,23
Řecko	2,8089	19,72	2,25
Slovensko	0,8217	5,77	0,66
Slovinsko	0,4264	2,99	0,34
Španělsko	11,8709	83,33	9,52
CELKEM	100,00	701,94	80,22

Bankovní unie

- Důsledek finanční, hospodářské a dluhové krize (např. krize kyperského bankovního systému v roce 2013)
- Reforma bankovního sektoru na úrovni eurozóny resp. Evropské unie pomocí zřízení nových celounijních institutů
- Počátek červen 2012 – na zasedání Evropské rady diskutován koncept postavený na 4 pilířích:
 1. Jednotná pravidla regulace EU
 2. Jednotný bankovní dohled EU
 3. Jednotná pravidla zabráňující krachu bank
 4. Jednotný systém pojištění vkladů

1. Jednotná pravidla regulace EU

- Jednotná pravidla regulace představují soubor regulačních standardů označovaných jako Basel III (přijatý Basilejským výborem pro bankovní dohled).
- Hlavní záměr: posílit regulaci, dohled a řízení rizik bankovního sektoru
- Zavádí pojem systémově významných bank, na které dále klade vyšší požadavky (např. Deutsche Bank).
- Na půdě EU regulace přijata ve formě směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26.6.2013 a nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 575/2013 ze dne 26.6.2013.

2. Jednotný bankovní dohled EU

- Plně v režii EU
- Nařízení Rady č. 1024/2013 ze dne 15.10.2013 – ECB svěřuje zvláštní úkoly související s dohledem nad úvěrovými institucemi
- Znamená posun pravomocí dohledu národních centrálních bank / regulátorů ve prospěch ECB
- Účinné od 3.11.2014
- ECB bude provádět přímý bankovní dohled v eurozóně nad systémově důležitými bankami (bilanční suma vyšší než 30 mld. EUR) týká se 130 – 150 bank
- Pro země eurozóny je dohled povinný.

3. Jednotná pravidla zabráňující krachu bank

- Jednotný mechanismus pro řešení problémů bank – dohoda přijata na summitu EU v prosinci 2013
- Skládá se z:
 - Jednotného výboru pro řešení problémů
 - Jednotného fondu pro řešení problémů (55 mld. EUR)
- Cíl: minimalizace dopadů záchrany krachujících finančních institucí na daňové poplatníky a reálnou ekonomiku
- Povinný pro státy eurozóny
- O osudu velkých bank bude rozhodovat společná instituce
- Konkrétní podoba bude ještě upravena

4. Jednotný systém pojištění vkladů

- Jednotný systém pojištění vkladů – poslední krok k bankovní unii
- Konkrétní podoba není ještě vůbec navržena

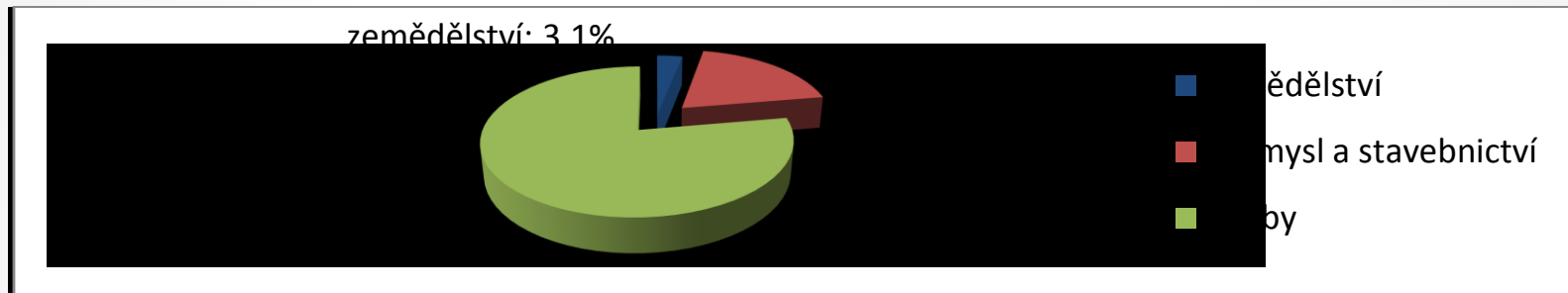
Bankovní unie a ČR

- Regulace Basel III se ČR týká i bez účasti v bankovní unii
- Další prvky jsou pro ČR v současné době dobrovolné
- I bez vstupu do bankovní unie budou největší banky pod přímým dohledem ECB

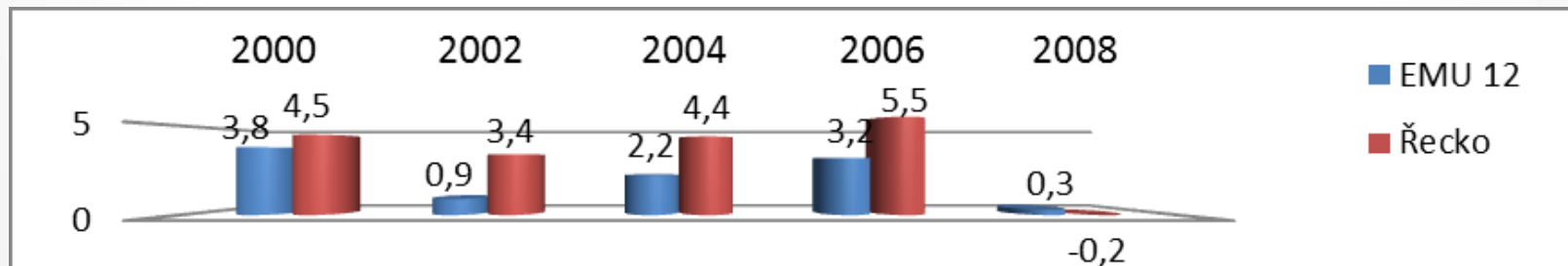
Země, které získaly záchranné půjčky (v mld. eur)

Řecko I (5/2010)	73,0
Řecko II (2/2012)	142,9
Řecko III (8/2015)	86,0
Irsko (11/2010)	68,2
Portugalsko (5/2011)	76,8
Španělsko (12/2012)	41,3
Kypr (3/2013)	10,0
Celkem	498,2

Řecko - ekonomická charakteristika

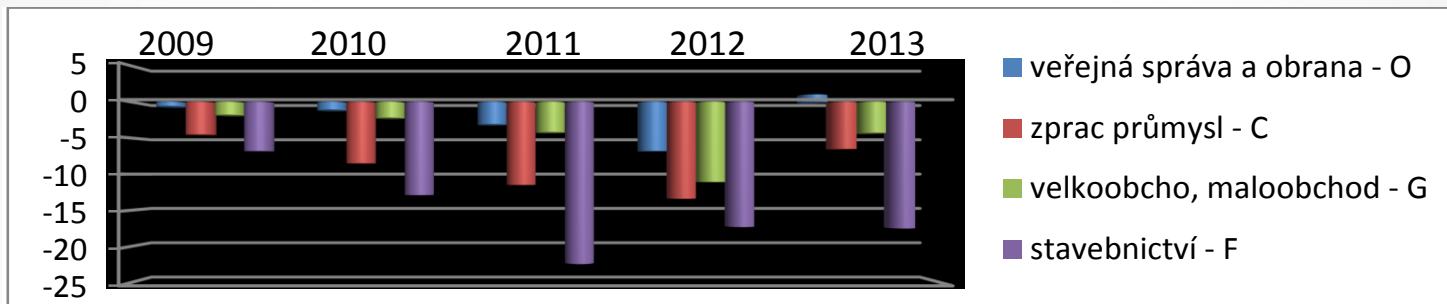


Hrubá přidaná hodnota podle odvětví (v %)

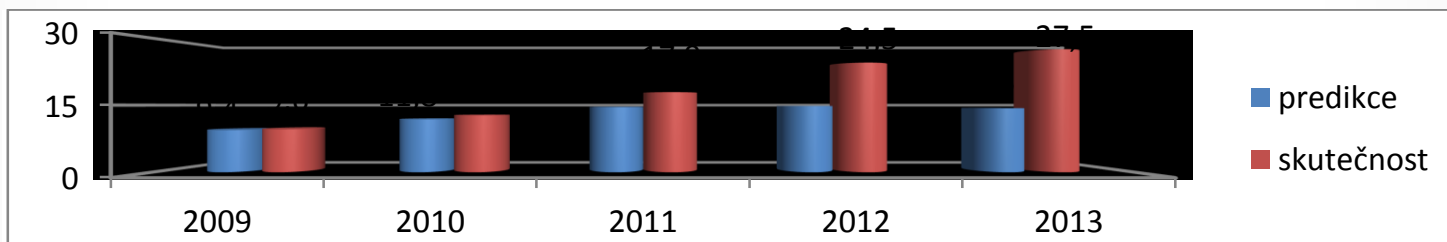


Meziroční změna HDP 2000-2008 (v %)

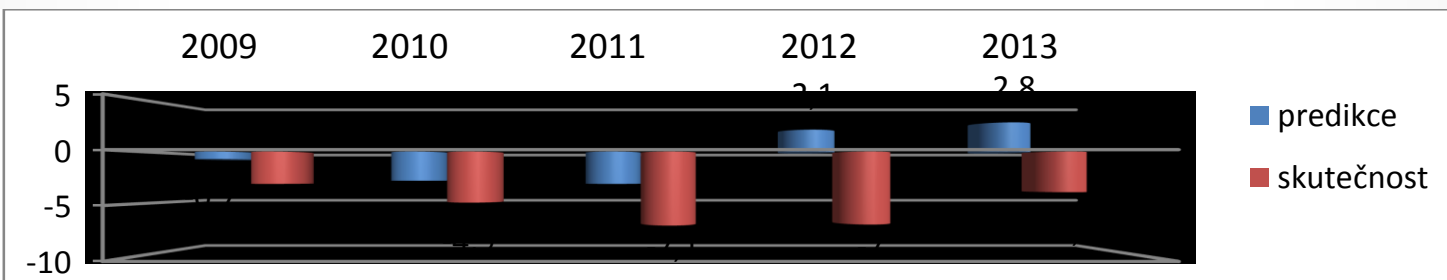
Průběh řecké krize



Míra zaměstnanosti – změna oproti přichožímu roku (v %) dle klasifikace NACE



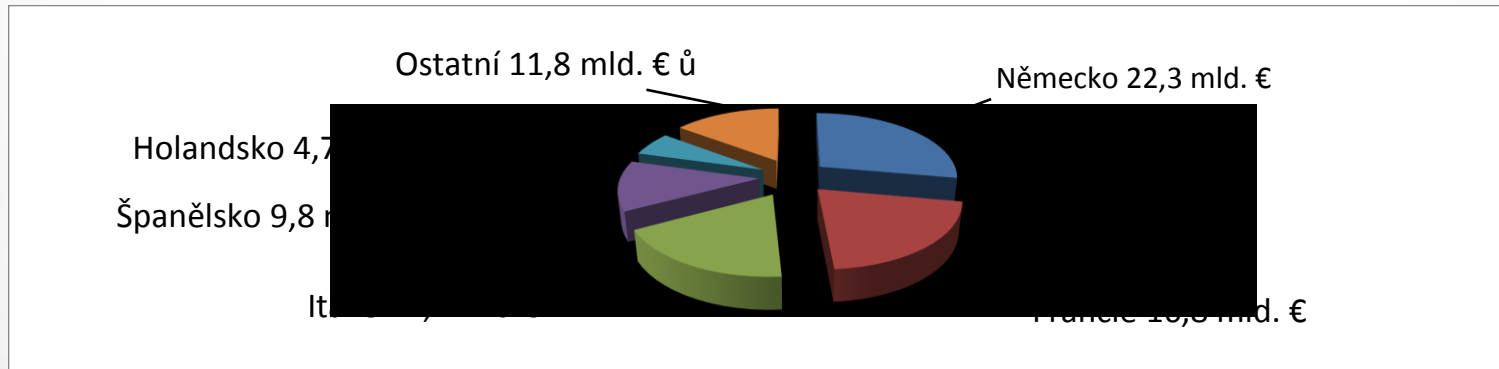
Vývoj nezaměstnanosti (v %)



Meziroční změna HDP 2009-2013 (v %)

První záchranný program

		Eurozóna (v mld. €)	MMF (v mld. €)	Celkem (v mld. €)
1. tranše	5/2010	14,5	5,5	20,0
2. tranše	9/2010	6,5	2,6	9,1
3. tranše	12/2010 – 1/ 2011	6,5	2,5	9,0
4. tranše	3/2011	10,9	4,1	15,0
5. tranše	7/2011	8,7	3,2	11,9
6. tranše	12/2011	5,8	2,2	8,0
	celkem	52,9	20,1	73,0



Podíl členů eurozóny na finanční pomoci

Druhý záchranný program

- rok 2012-2014
- celková výše zahrnující i nedočerpanou částku prvního programu dosáhla hodnoty 164,5 mld. €
- financován nově vzniklým Evropským nástrojem finanční stability (*European Financial Stability Facility*).
- od států eurozóny 144,7 mld. €, zbývající sumu, tedy 19,8 mld. € dorovnal IMF
- dohoda o odpisu části řeckých dluhopisů (tzv. PSI - *Private Sector Involvement*) v držení soukromých subjektů
- odkoupilo od soukromých věřitelů za 11,3 mld. € část státních dluhopisů za 33,8 % jejich nominální ceny.

Rizika vývoje v eurozóně

- Negativní zpětné vazby mezi: 1) zranitelným finančním systémem, 2) pomalu rostoucími ekonomikami a 3) zadluženými veřejnými financemi, firmami i domácnostmi
- Fiskální konsolidace brzdí hospodářský růst ⇒ nezaměstnanost
- Negativní dopady na jádro ⇒ nízké exporty ⇒ nízké investice
- Riziko ochabnutí snah o reformy v důsledku snížení akutního rizika rozpadu eurozóny
- Únava z reforem v periferních ekonomikách
- Politické nejistoty z blízkých voleb
- Vnější rizika: neudržitelný vývoj veřejných financí v USA a Japonsku.

V eurozóně nadále přetrvávají velmi vysoká rizika

Krize v eurozóně: shrnutí

- Přestože nejpalčivějším problémem se nadále jeví dluhová krize, hlavní problém eurozóny spočívá v její strukturální nesourodosti, nevyhovujícím institucionálním uspořádání a nedostatečném fungování (a respektování) pravidel
- Zatímco fiskální konsolidace a strukturální reformy představují řešení příčin krize eurozóny, politiky přijímané na nadnárodní úrovni spíše rozkládají břemeno dluhové krize na jiné a „kupují si čas“
- Nemožnost přizpůsobení prostřednictvím kurzu vede k přizpůsobení prostřednictvím „vnitřní devalvace“ a pomalejšího růstu ⇒ značná růstová diferenciac

Největší projekt EU s ambicí výrazně urychlit její růst na úroveň zajišťující globální konkurenceschopnost po více než dekádě svého trvání tuto ambici nenaplnil

Pokrizové oživení

- Po cyklických krizích doprovázených finanční krizí bývá oživení delší a obtížnější: existují značné přebytečné výrobní kapacity (celosvětově)
- Další eskalace potíží a bankrotů bank a delší dobu trvající „zadrhnutí úvěrů“ (credit crunch) – postihuje jak USA tak Evropu
- Přehodnocení rizik všeho druhu
- Globální přizpůsobovací procesy: korekce „tektonických zlomů“: USA vs Čína
- Mikroekonomické přizpůsobení firem (snaha přežít konkurenční boj ve ztížených podmínkách) komplikuje makroekonomické přizpůsobení (pokles mezd kvůli úsporám → stagnace poptávky)
- Růst vládních dluhů
- Obchodní protekcionismus (ožebračování souseda)

Některá ponaučení:

- Vlády vlastně nemají moc možností, jak reagovat: diskreční fiskál + regulace, přitom regulace moc nefungovala a fiskál také ne (a navíc už teď nemá kapacitu)
- Zásah vlád a regulátorů pomohl krátkodobě stabilizovat bilance bank (a zabránit ještě horšímu vývoji), ale obnova důvěry na finančním trhu (a financování) byla pozvolnější
- Pumpování peněz do bank zabrání jejich kolapsu ale není příliš účinné při snaze oživit ekonomický růst
- Navíc bude (vlastně již je) zásah států vykoupen nižší atraktivitou bankovního zprostředkování vůbec, tedy i pro investory (očekávaný tok dividend, resp. daní zpět do rozpočtů, okleštění rizikového chování)
- Státy tedy investovaly do bank, tím jim umožnily přežít, ale a) ekonomice to moc nepomohlo a b) návratnost těchto investic není jistá

Další důležité aspekty

- Selhání analýz a prognóz (resp. analytiků a prognostiků) nebo nepochopení racionality trhu (a tržních subjektů)?
- Krize povede zřejmě ke změně podoby kapitálového trhu a investičního bankovníctví- omezení složitých konstrukcí kontraktů a derivátů – návrat k „tradičním“ instrumentům, jako např. akcie, dluhopisy, směnky, opce a futures
- Nastává bezprecedentní objem státních intervencí do finančních systémů jako vědomě prosazovaná alternativa k tržnímu řešení problémů finančního trhu: ovšem je zde velikost a distribuce nákladů
- Otazníky i nad měnovými politikami – selhání systému nebo policy-makerů?
- Finanční trhy jsou v moderním světě více volatilní než odpovídá výkyvům reálné ekonomiky

