

Ekonomické vyhlídky Evropské unie pro rok 2010

Petr Zahradník

EU Office České spořitelny

EU OFFICE

Česká spořitelna, a.s.

Poláčkova 1976/2

140 00 Praha 4

tel.: +420 261 073 308

fax: +420 224 641 301

EU_office@csas.cz

<http://www.csas.cz/eu>

Petr Zahradník

+420 261 073 019

pzahradnik@csas.cz

Jan Jedlička

+420 261 073 484

jjedlicka@csas.cz

Alena Smolíková

+420 261 073 308

asmolikova@csas.cz

Úvod

Je zřejmě pravdivé tvrzení, že zatímco recese – ve smyslu dalšího poklesu ekonomického výkonu – je již za námi, či se její konec týká času přítomného, nikoliv budoucího, dopad krize ještě zdaleka zažehnán není. Ačkoliv několik indikátorů finančního napětí se již vrátilo na své předkrizové hladiny, bankovní sektor a sektor finančních trhů obecněji v rámci EU zůstává křehký a v mnohém opatrný. Možné další ztráty v této oblasti v několika nejvíce postižených zemích jsou v současné době odhadovány (pro období zbytku dosud nevyčísleného roku 2009 a pro rok 2010) na nějakých dalších 200 – 400 mld. EUR. Existuje zde rovněž potřeba zlepšení finančního zdraví v případě řady předlužených a riziku vystavených domácností a firem, jež by jim v budoucnu umožnilo ve zdravé, racionální a obezřetné míře využívání finančních produktů a tím podpořilo proces ekonomického ožívání. Kapitálové náklady patrně ještě nějakou dobu zůstanou vyšší (než v předkrizovém období) vzhledem k navýšeným rizikovým prémie. Očekává se proto, že tyto faktory mohou vést k jistému sešlápnutí brzdy růstu investic a spotřeby v nadcházejícím krátkodobém (v případě vážnějšího zasažení i střednědobém) výhledu. Navíc, úplný dopad krize na trh práce a veřejné finance ještě nepřišel. Na druhou stranu je zde zajisté naděje, že oživení by se mohlo ukázat být výraznější, pokud dopad opatření k obnově zdraví finančního sektoru a s tím spojené důvěry se ukáže být silnější v porovnání s nynějším očekáváním.

Poté, co odpadne i počáteční, stimulačními opatřeními výrazně podpořený mírný (dosud spíše kosmetický) hospodářský vzestup, lze rovněž předpokládat, že v průběhu letošního roku se hospodářská aktivita EU jaksí zklidní až přibrzdí; zesílení domácí i vnější poptávky pak lze předpokládat spíše pozvolné. V dané fázi ekonomického vývoje vystupují nicméně dvě oblasti, jež mimořádně silně a výrazně determinují, jak se ekonomika EU bude vyvíjet ve svém střednědobém výhledu – je to vývoj (či nyní spíše krize) trhu práce a veřejných financí, projevující se především v propastném zhoršení objemu i míry veřejného dluhu.

Začneme-li trhem práce, dosavadní vývoj (ačkoliv velmi ponurý a v případě některých zemí – například Španělska – doslova děsivý) je stále přece jen o něco příznivější v porovnání s předchozími ještě ponuřejšími očekáváním. Toto lze částečně vysvětlit využitím krátkodobých opatření hospodářské politiky, společně s uplatněním některých „anti-propouštěcích“ nástrojů na trzích práce v některých členských zemích. Je nicméně očekáváno, že firmy zvýší a zesílí proces propouštění a míra nezaměstnanosti tak bude mířit spíše k dalšímu nárůstu. Historické důkazy ukazují, že nárůst nezaměstnanosti následně po finanční krizi by se mohl stát trvalejším. Na straně druhé lepší než očekávaný vývoj by mohl být částečně odrazem příznivého dopadu nedávných reforem trhů práce, které některé členské země uskutečnily a které činí jejich trhy práce flexibilnějšími a odolnějšími krizovým dopadům.

Zaměříme-li se na veřejné finance, krize si vybírá svoji daň v podobě vývoje dluhu cestou dopadu na fiskální nerovnováhu a nižší růst. Ačkoliv předpokládaný ostrý nárůst měr vládních dluhů nemusí být nutně mimořádným momentem v podmínkách nynější epizody finanční a ekonomické krize, vysoká počáteční hladina dluhu zvláště v některých členských státech činí situaci ve veřejných financích podstatně obtížnější z pohledu jejich dlouhodobé zdravé udržitelnosti. Až pozvolné ekonomické oživení získá na dostatečné síle – řekněme v roce 2011 a v období následujícím – bude muset následovat období radikální fiskální konsolidace, která napomůže vrátit veřejný dluh zpět na udržitelnou stopáž.

Vyhlídky ekonomiky EU tak směřují k pozvolnému procesu jejího ožívání; to se stane klíčem k řešení výzev v oblasti trhu práce a dluhu, které byly identifikovány jako klíčové pro zajištění přechodu do období solidního udržitelného hospodářského oživení v dlouhém horizontu času následujícího.

Přehled

Hospodářství EU se pozvolna noří z recese a růst HDP se začíná pozvolna obracet v pozitivním smyslu slova; časově lze tuto fázi vymezit druhou polovinou roku 2009, nejspíše pak jeho závěrečným čtvrtletím (na potvrzení v podobě zveřejněných statistických dat si musíme ještě pár týdnů počkat). Tento snad v daném kontextu lepší než očekávaný moment zvratu může být v blízkém období vystřídán dalším mírným růstovým zvolněním. Výhled tedy hovoří spíše o pozvolné trajektorii oživení v delším časovém úseku, neboť některé faktory okolnosti mohou přitlumit domácí i vnější poptávku ve střednědobém časovém horizontu. Další vývoj trhu práce a veřejných financí bude v tomto ohledu nejkritičtější.

[Recese je za námi, zásadní výzvy přetrvávají](#)

Stávající recese se ukázala být nejhlubší, nejdelší a nejrozsáhlejší působící recesí v historii EU, resp. procesu evropské integrace. HDP EU i eurozóny patrně poklesne o 4 % (možná i více) meziročně v roce 2009. Kumulovaná ztráta na výstupu od počátku recese ve druhém čtvrtletí 2008 pak činí zřejmě o něco více než 5 %. To je zhruba asi třikrát více než průměrná ztráta v předchozích třech recesích.

Všechny ekonomiky EU jsou ovlivněny a zasaženy krizí, kde – mezi velkými členskými zeměmi – míra poklesu v roce 2009 se podle nejaktuálnějších odhadů pohybuje mezi více než 2 % ve Francii, až k hodnotám mezi 4,5 % - 5 % v Německu, Itálii a Velké Británii. V Polsku je za rok 2009 očekáváno sice ostré zpomalení, nicméně Polsko se prozatím v odhadech vyhýbá poklesu svého HDP (jako fakticky jediná ekonomika EU), čímž vytváří jisté spekulace o možném zpoždění projevu krize v Polsku a pravděpodobnosti jejího objevení se v měsících následujících. Tento rozdíl v ekonomické výkonnosti je odrazem – mimo jiné – rozdílných expozic jednotlivých členských zemí vůči poruchám ve finančním sektoru, odlišných stupňů obchodní a ekonomické otevřenosti a existence (případně útlumu) spotřebitelského boomu domácností v předkrizovém období.

Všechny země EU zasaženy, ale v rozdílných mírách

Známky zlepšení ekonomické situace se staly stále více viditelné jak při zkoumání ukazatelů důvěry, tak i optikou „tvrdých dat“ počínaje koncem léta 2009. Mimořádná měnová a fiskální opatření, uvedená v život, představovala nejen prevenci před systémovým chaosem, ale rovněž umožnila zřetelné zlepšení podmínek na finančních trzích, dokonce při návratu hodnot některých z indikátorů zpět na předkrizovou úroveň. Výhled pro světovou ekonomiku rovněž zesílil, což je především patrné v případě některých dynamicky se rozvíjejících ekonomik, především v Asii, kde udává zcela nesporně cestu Čína (zaznamenávající jen relativně mírné ekonomické zpomalení jinak stále fantastické výkonnosti).

Jistý úvodní pozitivní obrát ekonomické aktivity je nicméně – jak v EU, tak i mimo ni – velmi zásadně tažen časově přechodnými faktory, jejichž účinek zřejmě dříve či později pomine. Především příznivý dopad přizpůsobení zásob (s procesem doplňování zásob, který již byl fakticky ve větší míře završen) a stimulačních opatření se v souladu s očekáváním pozvolna ztrácí právě v období přelomu let 2009 – 2010. Následné oživení je pak spíše předpokládáno v odlišnější podobě v porovnání s prvotními cyklickými náznaky pozitivního obrátu, jelikož ekonomika se snaží nalézat cestu k novému stavu rovnováhy. Některé faktory pak mohou přibrzďovat vývoj domácí poptávky, včetně potřeby finančního ozdravení napříč klíčovými sektory, očekávaného dalšího zhoršení stavu trhu práce a omezení na straně nabídky, vyvolaných nepříznivým dopadem finanční krize na potenciální výstup.

Tradiční model oživení ekonomiky EU začíná oživováním vývozu. EU a její ekonomika na počátku získává přínos vlivem zlepšeného výhledu globálního růstu a oživení obchodu, především v ekonomikách EU, jež jsou silněji orientovány na export. Nicméně i globální aktivita má v průběhu roku 2010 nakročeno na spíše méně razantní dynamiku, když i zde přechodné faktory pozvolna pomíjejí, zatímco zejména soukromá spotřeba se zkrátka nemůže oživit tak rychle a dostatečně, aby viditelně podpořila růst. Ekonomické prostředí vně EU je rovněž ovlivněno probíhajícím rebalancováním světové poptávky. Výsledkem pak je, že celkový růst vývozu EU se dostane do fáze přesvědčivé a zřetelné dynamiky spíše pozvolna v průběhu letošního a zřejmě i následujícího roku.

Rozmach ekonomiky EU se začíná potenciálně oslabovat

Rozmach ekonomiky EU se začíná potenciálně oslabovat úměrně tomu, jak se hospodářství blíží nové rovnovážné úrovni. Vývoz tentokrát nepředstavuje onen obvyklý „výkop“ procesu oživení a rovněž domácí poptávka se zatím drží spíše zpátky.

Bez ohledu na jistou, byť omezenou podporu vycházející z předpokládaného zlepšeného vnějšího ekonomického prostředí, udržitelnější ekonomický vzestup a opravdovější oživení by vyžadovalo výrazně zlepšený výhled soukromé domácí poptávky. Tradičně vzestup vývozu povzbudí poptávku po investicích, jež následně podpoří zaměstnanost a růst soukromé spotřeby. V současnosti nicméně je tato vazba vývoz – domácí poptávka v kontextu celé ekonomiky EU spatřována jako slabá. Historicky nízká míra využívání kapacit, relativně slabé vyhlídky ohledně vývoje poptávky, tlumený nárůst produktivity a stále skromný přírůstek úvěrů jsou zásadními faktory, nyní ovlivňující zamýšlené (a neobvykle skromné) oživení investic do hrubého fixního kapitálu, jež nabude pozitivního obrátu zřejmě až v průběhu roku 2011. Toto, společně s další potřebou finančního očistění bilancí domácností a očekávanou spíše ponurou situací na trhu práce, pravděpodobně učiní oživení soukromé spotřeby velmi zdlouhavým.

V souhrnu pak po přechodném a krátkodobém vzestupu, vyskytnuvším se ve druhé polovině roku 2009, lze očekávat, že reálný růst ekonomiky EU dále spíše zvolní a nabere větších obrátů (stále však velmi pozvolných) patrně ve druhé polovině roku 2010. Jak vnější, tak vnitřní poptávka pozvolna zesílí a růstové oživení by mělo dosáhnout mezikvartálních hodnot přibližně 0,5 % v průběhu roku 2011 jak v celé EU, tak v eurozóně. Vezmeme-li v úvahu onen slabý výchozí základ roku 2009, roční míry růstu pro rok 2010 budou patrně limitovány hodnotami okolo 0,75 % pro EU i eurozónu.

V roce 2011 pak by mohl meziroční růst HDP vystoupat k hodnotám okolo 1,5 %, čímž by se započala pozvolna reálné uzavírat výkonnostní mezera, jež byla otevřena následkem krize.

Recese zapříčinila výrazné zhoršení parametrů trhu práce v EU, ačkoliv v dosavadním důsledku dokonce i méně dramatičtěji, než bylo na počátku očekáváno. To lze ve velké míře vysvětlit využitím krátkodobých opatření hospodářské politiky, společně s dopadem nedávných reforem trhu práce, provedených v některých členských státech. Firmy nicméně očekávají možnost dalšího zvýšení intenzity propouštění v následujících měsících tak, že výsledná míra nezaměstnanosti může dále stoupat a dosáhnout až na 10,25 % pro celou EU a 10,75 % pro eurozónu v roce 2011. Hledíme-li do budoucna ve střednědobém výhledu, může finanční krize v rámci celé EU vyvolat další vlnu rizik s dopady na vývoj trhu práce – včetně možnosti obnovení období propouštění, trvale vysoké nezaměstnanosti či viditelnější smršťování zaměstnanosti.

Nezaměstnanost nezastavila svůj narůstající trend a stlačuje možné mzdové a cenové nárůst

Prohlubující se období poklesu, doprovázené vysokou nezaměstnaností, by mohlo dále limitovat mzdové i inflační tlaky v nadcházejícím období, ačkoliv spotřebitelská inflace patrně mírně vzroste z nynějších celoevropsky mimořádně nízkých hladin. V roce 2010 by se jak v EU, tak v eurozóně měla pohybovat v průměru mezi 1 % - 1,25 % a poté mírně vzrůst na přibližně 1,5 % v roce 2011. Rozdíly mezi zeměmi pak patrně budou méně zřetelné v porovnání s před-krizovým obdobím; jak aktuální inflační data, tak i očekávání zůstávají v EU velmi příznivá.

O příznivosti však nelze ani v náznaku hovořit v souvislosti s vývojem veřejných financí. Veřejné finance byly těžce zasaženy krizí – rozpočtové deficity projdou v roce 2010 patrně dalším zhoršením, čímž se průměrný deficit v EU v roce 2010 zastaví až na nějakých 7,5 % HDP a v euro-zóně na téměř stejně odpudivých přibližně 7% (v porovnání s 2,25 % pro EU a 2% pro euro-zónu v roce 2008). Tento prudký nárůst fiskální nedisciplinovanosti je důsledkem fungování automatických stabilizátorů, uvedených do reálného života po výrazném zhoršení ekonomické situace na sklonku roku 2008, zavedení opatření k podpoře ekonomik a silnější než obvyklé (ve standardnějších ekonomických podmínkách) citlivosti veřejných příjmů na mimořádný pokles ekonomické aktivity a ve výsledku daňové báze, jež částečně odráží změnou strukturu růstu (směrem k méně daňově velkorovým složkám).

Dluh i deficit veřejných financí vykazují zhoršování

Podobně pak i veřejný dluh; v jeho vývoji je zcela zřetelné břemeno krize. V EU se očekává jeho nárůst až na 79,25 % HDP v roce 2010 (pro euro-zónu dokonce ještě strašnějších 84 %). Jisté nepřilíš výrazné zlepšení v míře deficitu je předpokládáno pro rok 2011 v důsledku výše popsaného spíše pozvolného oživení ekonomické aktivity a také vlivem toho, že rozpočtově náročná přechodná podpůrná opatření přestanou být ve většině praktikována. Nicméně, míra dluhu zůstává i v delším výhledu na rostoucí trajektorii z důvodu stále vysokého primárního deficitu a zvýšených úrokových nákladů, jež mohou být jen částečně vyváženy oživením nominálního růstu HDP. Ačkoliv jednorázový nárůst vládního dluhu nestaví sám o sobě udržitelnost veřejných financí do rizikové pozice, v kombinaci s trvale vysokými deficity, nižším potenciálem výstupu a nepříznivým demografickým vývojem je vývoj dluhu zdrojem značných obav z hlediska jeho dlouhodobé udržitelnosti.

Ekonomická situace zůstává vysoce nejistou. Celkově jsou však rizika ohledně růstového výhledu poměrně vybilancovaná. Na jedné straně by v následujícím bezprostředním období mohlo být oživení viditelnější (zejména díky aktivitám přechodně podpořeným dopadem stimulačních opatření a vývojem cyklu v oblasti zásob). Dále mohou hospodářsko-politická opatření podpořit zdravotnost finančního sektoru, a zvýšená a vyšší než očekávaná důvěra tak pomoci domácí poptávce. Na straně druhé, pokud bankovní sektor především v zemích zasažených podstatně finanční krizí nedá do pořádku své bilance, úvěrový kanál může zůstat méně průchodným a vyvolat tak významné riziko udržitelnosti procesu oživení. Dopad zhoršení podmínek trhu práce na formování mezd a vývoj úspor se rovněž může ukázat nepříznivější oproti původním očekáváním. Navíc, nízké využívání kapacit a vyšší kapitálové náklady by mohly představovat zátěž pro oživení investic.

Inflační rizika jsou krátkodobě spíše stlačená a vybilancovaná. Vyšší ceny komodit vedou k možnému tlaku vzhůru; předpokládá se však, že tento tlak může být kompenzován faktory provázejícími stav oslabené ekonomiky.

Rozdíly ekonomické výkonnosti uvnitř EU

Ve všech členských státech EU s výjimkou Polska je odhadován větší či menší pokles ekonomické aktivity pro konečné hodnoty roku 2009. Jak již poznamenáno výše, mezi velkými členskými státy EU, determinujícími do jisté míry ekonomický vývoj celé Unie, se míra propadu pohybuje od očekávaných přibližně 2,25 % v případě Francie až k hodnotám okolo či dokonce přes 5 % například v Německu a Itálii.

V rámci euro-zóny jsou nejkrutěji zasaženy Slovinsko a Irsko (v obou případech odhadovaný pokles o 7,5%), Finsko (pokles asi o 7 %) a Slovensko (meziroční pokles odhadovaný na 6 %). Mimo euro-zónu je dokonce míra odhadovaného poklesu ještě výraznější (v případě Dánska, Švédska a Velké Británie je předikován pokles v přibližně shodné výši 4,5 %). Doslova extrémní je situace v Pobaltí (Estonsko – pokles o 14 %, Lotyšsko a Litva oba přibližně o 18 %).

Strukturální záležitosti

V rámci struktury HDP jsou pro probíhající recesi charakteristické především významné ztráty v zahraničním obchodě a investičních výdajích. Kumulativní ztráty v objemu vývozu a dovozu na konci roku 2009 činily 18 %, resp. 17%. Tento pokles byl přibližně čtyřikrát větší v porovnání s předchozími poklesy během minulých recesí v případě vývozu a třikrát větší pro případ dovozu.

Pokles objemu investic činil nějakých 13 %, téměř třikrát více v porovnání s recesemi v minulosti. V ostrém kontrastu s těmito dvoucifernými poklesy je redukce výdajů na soukromou spotřebu v rámci EU výrazně nižší (přibližně dvouprocentní pokles) a v zásadě srovnatelná s poklesem spotřeby během minulých recesí. Ve skutečnosti je tak soukromá spotřeba spíše stabilizujícím faktorem v nynějším období prudkého poklesu HDP (který je přibližně dvojnásobný v porovnání s poklesem soukromé spotřeby).

S ohledem na aktivizaci automatických stabilizátorů a přijetí dodatečných stabilizačních opatření je zjevné, že objem veřejných výdajů nejenže neklesl, ale naopak výrazněji vzrostl (přibližně o 2,5 %); takováto veřejná akce tak byla podstatně významnější v porovnání s recesemi v minulosti. V souladu s tímto nástinem ukazuje role jednotlivých poptávkových komponent, že největší měrou se na výsledném propadu ekonomické aktivity podílel kolaps investic do fixního kapitálu a silná likvidace zásob. Vzhledem k tomu, že hluboký pokles vývozu byl téměř vyvážen poklesem dovozu, brzda vyplývající z poklesu čistého vývozu je relativně malá. Nicméně tato perspektiva současně odhaluje významnou roli vnější poptávky při omezování ekonomické aktivity, neboť tato představovala současně i podstatný faktor zodpovědný za pokles investic i razantní vyprázdňení zásob.

Krise je však provázena i asymetrickými efekty napříč členskými státy EU, které mohou sehrávat velmi důležitou roli i ve fázi nadcházejícího pozvolného ožívování. Jejich dopad se velmi liší v závislosti na mj.

- stupni vystavení se rizikovým aktivům a velikosti finančního sektoru jak v absolutním objemu, tak i v relativním vyjádření vůči HDP (faktor velmi podstatný například pro UK);
- exportní závislosti ekonomiky (mezi velkými zeměmi Německo) a pozici běžného účtu platebních bilancí jednotlivých ekonomik (Maďarsko nebo baltské země);
- rozsahu, v němž ceny nemovitostí byly nadhodnoceny a odvětví stavebnictví nabylo nadměrného a realitě dlouhodobě neodpovídajícího rozsahu (Irsko či Španělsko).

Například dopad struktury růstu na konkrétní vývoj v jednotlivých zemích je velmi podstatný a různorodý, navíc závisející na jejich výchozí pozici ohledně běžného účtu platební bilance (přebytkové země vykázaly relativně silnější propad čistého vývozu, zatímco schodkové země registrují větší míru poklesu domácí poptávky). Ukazuje se, že krize vyvolává proces přizpůsobování nerovnováh na běžném účtu v rámci EU. V jakém rozsahu je však tento proces cyklický a v jakém trvalejší (strukturální), zůstává otevřenou otázkou.

Uznání, že růst v předkrizovém období byl dostatečně živěn neudržitelnými finančními podmínkami, ukazuje, že hospodářství EU se nyní nachází v jakési transformační fázi směrem ke stavu nového ukotvení, možná s řadou strukturálních zlomů a změn v tradičních vazbách, které propojují ekonomické proměnné. I tyto úvahy dále znesnadňují kontext nyní vytvářených předpovědí budoucího vývoje, neboť obvyklá extrapolace parametrů bez zvážení kvalitativních změn, jež krize přinesla a vyvolala, může být v tomto ohledu silně nedostačující.

Jak může tato nová rovnováha (či vybilancovanost) ekonomiky EU vypadat? A čím může být zejména ovlivněna?

1. Zdá se být rozumné očekávat vyšší kapitálové náklady s ohledem na vyšší rizikovou prémii v porovnání s předkrizovým obdobím, neboť krize učinila investory akutně obezřetné vůči důsledkům nesprávně oceněných rizik.
2. S tím spojený aspekt je, že nynější krize vystavila ekonomiku EU ohromné finanční zranitelnosti, způsobenou zejména mimořádně vysokou mírou zadlužení a podmíněné závislosti domácností, firem, vlády a veřejného sektoru. Následný proces finančního ozdravení těchto sektorů pravděpodobně zjevně potrvá určitý čas a může zpomalit reakci každého z těchto sektorů s ohledem na ekonomické oživení.

3. Plný dopad kruté recese spuštěné krizí bude ještě pociťován na trhu práce a vývoji veřejných financí. Na trhu práce, vedle obvyklého cyklického zhoršení, jsou některá tradiční klíčová odvětví tvrdě zasažena krizí – východiskem může pak být buď výrazná redukce jejich kapacit, případně přesídlení do relativně příznivějších teritorií. Celý tento proces může potenciálně vést k nárůstům strukturální nezaměstnanosti. S ohledem na veřejné finance, poté co byl aplikován mimořádný fiskální stimul, patrně velmi dlouhé období fiskální konsolidace bude muset následovat a přivést zpět hodnoty veřejného dluhu na udržitelnější vývojovou linii.
4. Při absenci vhodných reakcí ze strany hospodářské politiky mohly být růstové vyhlídky ve střednědobém časovém horizontu výrazně zhoršeny. Klíčovou otázkou v současné konstelaci zůstává, zda a do jaké míry bude krize vrhat svůj stín na potenciální výstup.
5. Vnější ekonomické prostředí pro EU i eurozónu se rovněž s velkou pravděpodobností nevyhne změnám.

Tyto různé vlivy patrně ovlivní jednotlivé členské státy s jistou mírou rozdílnosti. Například, v rámci euro-zóny Španělsko a Irsko, a mimo ní Pobaltí, jež jsou oblasti s jednou z největších zatížeností rostoucí nezaměstnaností; tato teritoria mohou rovněž čelit riziku výrazného nárůstu strukturální nezaměstnanosti, jako součásti zhoršení podmínek trhu práce v důsledku potřeby přizpůsobit velikost sektorů, které se v předkrizovém období nadměrně rozšířily.

Vzhledem k tomu, že cesta k oživení zůstane pro rok 2010 tématem zjevně nejpodstatnějším, budeme mu věnovat odpovídající pozornost i v dalších vydáních Měsíčníku EU aktualit v tomto roce.