

# Regionální ekonomický výhled: EVROPA

## Přehodnocení rizik

### duben 2008

#### Shrnutí

#### Výhled: Navigace v bouřlivých vodách

Rozšíření krize na finančních trzích významně ochladilo výhled evropské ekonomiky. I když Evropa čelila finančním turbulencím z pozice silných ekonomických základů, vedlejší efekty očekávané mírné recese ve Spojených státech, globální přehodnocení rizik a tlaky ve finančním systému odčerpávají sílu její ekonomiky. Zhodnocení eura a prudký růst inflace tažené cenami potravin a energií tyto potíže ještě zhoršují. Očekává se, že růst v Evropě prudce poklesne - o 1 ¼ procentního bodu v roce 2008, přičemž míra růstu vyspělých ekonomik podle předpovědí na nějakou dobu poklesne hluboko pod úroveň jejich potenciálu.

Rizika ohrožující růstový výhled jsou značná. V pesimistické variantě by vedlejší efekty slabšího globálního růstu mohly být ještě větší, než se očekávalo; mohlo by dojít k náhlému uvolnění globálních nerovnováh doprovázenému dalším zhodnocením eura; a úvěrová tíseň by mohla přerůst v plný úvěrový zádrhel. Rizika jsou větší v zemích, ve kterých probíhá korekce cen bydlení, i když v Evropě je tento faktor zmírněn skutečností, že domácnosti jen v omezené míře používají nemovitosti k bydlení jako zástavu za úvěry. Nově vznikající tržní ekonomiky s velkými deficity běžného účtu nebo vysokou mírou vnější zadluženosti by byly obzvláště ohroženy posunem v důvěře investorů. Při optimistické variantě by domácí poptávka mohla být silnější, než se předpokládalo, obzvláště v krátkodobém horizontu, protože trhy práce jsou stále silné.

Výzvy, kterým čelí tvůrci politik ve vyspělých ekonomikách, zahrnují obnovení důvěry ve finanční systém a minimalizaci dopadu krize finančního sektoru na reálnou ekonomiku při udržení pracně získané inflační důvěryhodnosti a dlouhodobé fiskální udržitelnosti. K okamžitým prioritám patří obnovení důvěry protistrany a posílení zdraví finančních institucí. Podle potřeby by měla být nadále poskytována likvidita. Centrální banky budou muset nalézt tu pravou rovnováhu mezi podporou reálné ekonomiky a zabráněním druhotným efektům z nedávného růstu inflace. V euro oblasti, kde současná inflace je nepříjemně vysoká, výhledy poukazují na její pokles pod dvě procenta v průběhu roku 2009 v kontextu stále negativnějšího výhledu pro aktivitu. V souladu s tím si Evropská centrální banka (ECB) může dovést do určité míry uvolnit svou politiku. Země, kde pro to existuje fiskální prostor, by měly dovést plnou funkci automatických stabilizátorů ke zmírnění zhoršení. V případě závažnějšího zpomalení růstu by ekonomiku několika zemí mohly účinně podpořit včasné, dočasné a dobře cílené fiskální stimuly.

Nově vznikající evropské tržní ekonomiky nadále rychle rostou, ale jejich dynamika je ohrožena zpomalením vyspělých ekonomik, novým hodnocením rizika a růstem cen komodit. Finanční turbulence začínají ovlivňovat cenu a dostupnost financování: rozpětí

vládních a soukromých dluhopisů stoupla, krátkodobé přeshraniční finanční toky se snížily a v některých zemích začíná zpomalovat růst úvěrů. U většiny zemí se očekává pouze mírné oslabení růstu, tedy úprava směrem k růstovému potenciálu a omezení rizika přehřívání. Ovšem rostoucí rizika tvrdého dopadu v zemích s velkými externími nerovnováhami volají po pokračujícím zaměření na zmenšování zranitelných míst a řízení poptávkových tlaků.

## **Finanční turbulence: Zkouška odolnosti a útlum růstu**

Finanční bouře se evropskými finančními systémy rychle rozšířila (viz Kapitola 2). Přímé ocenění a ztráty příjmů z cenných papírů souvisejících s hypotékami nízké kvality poškodily kapitál a ziskovost evropských finančních institucí. S pronikavě se šířící nejistotou ohledně rizika investic a protistrany došlo k přecenění úvěrového rizika, ovšem asymetricky ve vztahu k různým třídám aktiv. Snížení chuti riskovat vedlo k nebývalým tlakům na trzích krátkodobých cenných papírů a na mezibankovních peněžních trzích.

Přes hloubku a šíři této bouře se evropské finanční systémy zatím drží relativně dobře. Hlavní hráči systému jsou nadále ekonomicky zdraví, protože akcionáři a externí investoři podle potřeby poskytli čerstvé kapitálové injekce. Částečně díky tomu a částečně proto, že „jednoduché“ dluhové nástroje byly postiženy méně, bankovní úvěry v rozvinutých ekonomikách Evropy odolávají a dopady vedlejších efektů na nově vznikající evropské tržní ekonomiky nejsou velké.

Avšak zkouška evropských finančních systémů ještě neskončila. Celá řada odhadů naznačuje, že mnohé finanční instituce ještě musejí dohnat realitu v zaúčtování ztrát. Mezitím, dokud se nestabilizuje trh s bytovými nemovitostmi v USA, budou ceny hypotéčních produktů nízké kvality pravděpodobně dále klesat. Pokračující finanční krize se šíří do dalších forem zadlužení a pojištění proti selhání plateb a prostřednictvím dopadu na mateřské banky v rozvinutých ekonomikách se může přelít do nově vznikajících tržních ekonomik Evropy. Navíc likvidita je nadále vážně zhoršená přes agresivní reakce velkých centrálních bank.

Nad vším panuje obava z dopadu rozvíjející se krize na reálnou ekonomiku. Analytické práce naznačují, že dopady na růst – způsobené zvyšujícími se náklady financování a omezenou dostupností úvěrů, stejně jako doprovodným efektem korekcí vlastního kapitálu a cen rezidenčních nemovitostí – budou pravděpodobně velké. Vážnější úvěrový zádrhel, který nadále zůstává zcela nespornou možností, by zpomalení ještě zesílil.

## **Nově vznikající tržní ekonomiky Evropy: Udržení konvergence a řešení zranitelných míst**

Analýza vyhlídek a zranitelných míst nově vznikajících tržních evropských ekonomik (viz Kapitola 3) naznačuje, že konvergenční trend regionu je založen na silných základních ekonomických charakteristikách a bude tedy pokračovat, avšak pomaleji. Strukturální reformy ve většině zemí pokročily, díky čemuž je růst založen převážně na zvyšování produktivity. Ovšem míra růstu v posledních letech ve většině zemí přesáhla odhady jejich růstového potenciálu a úprava již probíhá.

Rychlý růst je spojen s rostoucími externími nerovnováhami v několika ekonomikách, včetně velkých deficitů běžného účtu a vysoké úrovně vnějšího zadlužení, což zvyšuje riziko tvrdého dopadu. Ačkoli základní ekonomické charakteristiky ospravedlňují relativně vysoké deficity běžného účtu v regionu, deficity v některých zemích mohou být nadměrné, což poukazuje na potřebu úprav ve střednědobém horizontu. Vysoká úroveň vnější zadluženosti a rizika vedená v rozvahách některých zemí jsou dalším zdrojem zranitelnosti.

Makroekonomická politika a strukturální reformy budou muset učinit více pro řešení nerovnováh nově vznikajících tržních ekonomik Evropy. Měnové podmínky jsou ve většině regionu spíše volné a měly by být zpřísněny tam, kde je to možné. Fiskální konsolidace ne vždy plně využila silného cyklu a potřebuje hrát prominentnější roli při zvládnutí domácí poptávky, obzvláště v zemích, kde se měnová politika zaměřuje na stabilitu směnného kurzu. Naše analýza také odhalila silné spojení mezi strukturálními reformami a potenciálním růstem, naznačující, že další pokrok těchto reforem může být klíčový k zajištění hladké konvergence v nově vznikajících evropských tržních ekonomikách. Navíc strukturální reformy usnadní směřování zdrojů k obchodovatelnému sektoru, což pomůže snížit vnější nerovnováhy.