

Nešetrit' môže byť pre Slovensko aj výhodné

Rozpočtovým politikám krajín sa nikdy nedostávalo toľko mediálneho pozornosti ako teraz. Vlády hovelí v spleti komplikovaných finančných tokov a v podstate jediné číslo, ktoré bolo raz ročne ako – tak medializované, bola výška deficitu verejného rozpočtu. Keď však vypukla na jeseň 2008 recesia, vlády sa jej rozhodli čeliť najmä nadmernými verejnými výdavkami. Zadlžovanie rástlo a rastie takým tempom, že vzbudzuje obavy o udržateľnosť verejných rozpočtov vo viacerých krajinách. Pozitívom je, že verejné rozpočty sa aspoň čiastočne dostali na „verejný pretras“. Celá problematika je však natoľko rozsiahla a komplikovaná, že o skutočnej verejnej kontrole nemôže byť ani reči. A tak len trh je ten, kto strháva masku. Aj tak len však ťahá za kratší koniec, pretože pravidlá robia politici – tí a nástupcovia tých, ktorí dovedli verejné financie európskych krajín do dnešného stavu.

Prvých 10 rokov menovej únie vlády starej Európy premrhali

Kým vstúpil projekt zavedenia eura 1. januára 1999 do poslednej fázy, fiškálnym otázkam prichádzajúcich rokov sa vlády vstupujúcich krajín veľmi nevenovali. Ako keby koordinácia fiškálnej a menovej politiky nebola jedným z najdôležitejších hospodárskych politik v akomkoľvek štáte či menovej oblasti. Tzv. Pakt stability a rastu sa formálne prejavil v článku 104 Zmluvy o Európskej únii (Maastrichtskej zmluvy) až po tlaku nemeckého ministra financií a predsedu konzervatívnej CSU Theodora Waigela, v roku 1997. Nemecko chcelo zabrániť prílišnej fiškálnej stimulácii zo strany niektorých krajín, ktoré by tlačili na infláciu. Podporu Paktu vyjadrilo aj Francúzsko.

Keď však celosvetová recesia v rokoch 2000 – 2002 zasiahla európsku ekonomiku, vlády sa začali odkláňať od podpory fiškálnych cieľov stavených v Pakte. Nemecko a Francúzsko, za vlády socialistických premiérov Gerharda Schrödera a Lionela Jospina, zaznamenali v roku 2002 schodok, ktorý bol vyšší ako dohodnutá úroveň. Konceptcia fiškálnej stability sa začala rozpadáť. Grécko, Taliansko a Portugalsko zaznamenali nadmerné schodky už predtým, avšak Grécko a Taliansko až na základe revízie v roku 2004. A tak Grécko čakalo na svoje odhalenie a Portugalsko medzitým získalo status prvého hriešnika. Nemecko držalo prívysoké schodky až do roku 2005 a Francúzsko do roku 2004, aj za vlády stredo – pravého premiéra Raffarina. Fiškálna disciplína sa uvoľnila v celej eurozóne, a tak napríklad v roku 2004 mala nadmerný schodok polovica vtedajších členov eurozóny. To už nebolo z pohľadu pravidiel ospravedliteľné.

V marci 2005 bol Pakt stability a rastu novelizovaný. Krajiny mohli hospodáriť aj s vyšším schodkom ako 3% HDP, ak išlo o výnimočné a dočasné okolnosti. Nové pravidlá neboli v najbližších rokoch testované, pretože celosvetová konjunktúra a hypotekárne bubliny v zariadili taký rast ekonomík, kedy sa deficit vytvorili. Výnimkou bolo Grécko, ktoré rástlo najmä vďaka verejným výdavkom a ako jediná krajina z celej eurozóny zaznamenala nadmerný deficit aj v celosvetovo najúspešnejšom roku 2007. Recesiou, od roku 2008, vlády využili na bezprecedentnú fiškálnu stimuláciu a v roku 2008 skončili nadmerným deficitom 4 krajiny eurozóny a v roku 2009 dokonca všetky s výnimkou Luxemburska a Fínska.

Samotná 3% - ná hranica pre stanovenie fiškálneho deficitu nie je absolútna mantra, o ktorej nemožno viesť diskusie a z tohto pohľadu nie je žiadny rozdiel medzi štátom s deficitom 2.9% a s 3.1% HDP. Ide však o to, že vlády nielen evidentne nerátali so zlými časmi, ale dokonca sa nesnažili ani využiť dobré časy na realizáciu reforiem, na podporu konkurencieschopnosti európskej ekonomiky. Nad výsledkami Lisabonskej stratégie z roku 2000, podľa ktorej sa mala stať ekonomika EÚ do roku 2010 najkonkurencieschopnejšou na svete, sa dnes môžeme len trpkosť pousmiať. Podobne skončila vo väčšine krajín dôchodková reforma. A tak, za prvých 10 rokov fungovania spoločnej meny znížila podiel verejných dlhov na HDP len polovica pôvodnej dvanástky. Za 4 veľmi priaznivé roky 2004 až

2007 Taliansko, Francúzsko a Nemecko vo verejnom dlhu stagnovali a Portugalsko dokonca rástlo. Skutočne fiškálne konsolidovalo len Belgicko.

Slovensko na sebe pracovalo

Slovensko naopak využilo tento čas z pohľadu verejných financií vcelku efektívne. V rokoch 1998 – 2002 uskutočnilo celkovú konsolidáciu verejných financií. Za najvýznamnejší počín, aj z pohľadu neskoršieho potenciálneho tlaku na verejné financie, možno označiť reformu bankového sektora. Ďalšie volebné obdobie bolo pre verejné financie nemenej významné, keď sa uskutočnila okrem iného daňová, dôchodková reforma, fiškálna decentralizácia, programové rozpočtovanie. Tieto dve obdobia možno považovať za najvýznamnejšie aj z pohľadu zníženia angažovanosti štátu v ekonomike (pri ročnom časovom posune – zo 48% podielu verejných výdavkov na HDP v roku 1999 na 34% v roku 2007). Ďalšia vláda žiadne významné reformy neuskutočnila, avšak prevzatím záväzkov o vstupe do eurozóny bola prinútená stlačiť verejný deficit v hodnotiacom roku 2007. Verejný rozpočet bol síce zaťažený zvyšujúcimi sa odvodmi do druhého piliera, avšak manévrovaciu pozíciu vlády pri znižovaní deficitu 3.5% HDP na 1.9% zlepšoval mohutný rast reálneho HDP na úrovni viac ako 10%.

Ani Slovensko sa však napokon nevyšlo dôsledkom krízy. Jej priebeh bol a je kvôli otvorenosti ekonomiky o niečo tvrdej ako v porovnateľných európskych krajinách, na druhej strane krajina nezaznamenala problémy s bankovým sektorom a nemala žiadne vnútorné a vonkajšie makroekonomické nerovnováhy. Deficit verejného rozpočtu bol v roku 2008 2% a v roku 2009 6.8%, o málo vyšší ako priemer eurozóny. Hospodárenie slovenských vlád za vyše desaťrocie sa prejavilo aj na postupnom zlepšovaní schodku verejných financií. Kým schodok v roku 1998 dosahoval 5.3% HDP a v roku 2000 až 12.3%, už v roku 2003 Slovensko dosiahlo maastrichtských 2.8%. Túto úroveň si udržiavalo až do krízy, s výnimkou roku 2006, keď ju na 3.5% dostali rastúce odvody do druhého piliera. A tak Slovensko, hoci nebolo členom eurozóny, dokázalo s verejnými financiami celý čas hospodáriť opatrne, a to napriek masívnym reformám a inštitucionálnym zmenám najmä v súvislosti so vstupom do EÚ.

Škandalózne odhalenie

Problém rozpočtových nerovnováh v Európe sa začal medializovať na konci minulého roku, keď viaceré krajiny prehodnocovali odhady svojho hospodárenia. Spočiatku sa problém sústreďoval na najväčšieho hriešnika v eurozóne – Grécko, potom sa rozšíril na ďalšie štáty eurozóny. Otáznou sa stala samotná budúcnosť eurozóny. Požadované výnosy na dlhopisoch sa pre problematiku krajiny prudko vzrástli a zvýšili sa tak náklady na refinancovanie dlhu. Euro začalo strácať svoju pozíciu rezervnej meny a jeho hodnota voči väčšine mien sveta klesala. V tejto situácii sa lídri eurozóny a Medzinárodného menového fondu (MMF) dohodli na záchrannom balíku v celkovej sume 750 mld. EUR, do ktorého mala vložiť Európska komisia 60 mld. EUR, MMF 250 mld. EUR a ostatné krajiny eurozóny 440 mld. EUR.

Princípy fungovanie Európskeho mechanizmu finančnej stabilizácie

Štáty eurozóny sa na stabilizácii podieľajú prostredníctvom Európskeho mechanizmu finančnej stabilizácie (European Financial Stability Facility, EFSF). Jeho založenie bolo oznámené 9. mája 2010. Predstavuje akciovú spoločnosť so sídlom v Luxembursku, ktorá bude na trhu emitovať dlhopisy a iné cenné papiere a získané zdroje bude používať na úvery pre problémové krajiny. Za emitované dlhopisy budú ručiť členské krajiny eurozóny, pomerne

k výške podielu v tejto spoločnosti. Pri emisii môže (technicky) pomôcť nemecká štátna agentúra pre riadenie dlhu a likvidity Deutsche Finanzagentur. Akcionári EFSF budú len členské krajiny eurozóny a ich podiel bude ekvivalentný ich podielu v ECB. Zatiaľ sa neuvažuje s inými krajinami, záujem však prejavilo Poľsko a Švédsko. Podiel Slovenska je 0,99%, t.j. 4,37 mld. EUR. Krajiny, ktoré požiadajú o pomoc, prestávajú byť akcionári EFSF a podiel ostatných krajín sa rovnomerne navýši, a to až do výšky 120% pôvodne vypočítanej podielu. Pre Slovensko to znamená zvýšenie na maximálnu úroveň 5,24 mld. EUR. Táto úroveň by bola približne dosiahnutá po vypadnutí Grécka a Španielska z podielov v EFSF, a teda keď tieto krajiny požiadajú o pomoc. Ak by požiadali ďalšie krajiny, celkový balík pomoci by sa znižoval o podiel tejto krajiny v problémoch a tak postupne až do vyčerpania všetkých zdrojov.

Očakáva sa, že EFSF získa najvyšší rating AAA od všetkých troch významných ratingových agentúr, hoci zo zúčastnených krajín ich má len 6 – Rakúsko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Luxembursko a Holandsko so spoločným podielom 56% v EFSF. Kvôli získaniu vysokého ratingu si vytvorí EFSF hotovostnú rezervu

Procedúra schvaľovania úveru pre krajinu v problémoch začína jej žiadosťou o úver. Krajina podpíše s Európskou komisiou, v spolupráci s ECB a MMF, Memorandum o porozumení, ktoré stanovuje rozpočtový a hospodársky rámec pomoci pre túto krajinu. Následne sa podpisuje zmluva o úvere (Loan Facility Agreement). Tu sa vyžaduje podpis všetkých garantujúcich krajín. Poberateľ pomoci zaplatí EFSF cenu zdrojov, za ktoré si on požičal na trhu pri emisii dlhopisov a poplatok vo výške 0,5% z nominálnej hodnoty úveru.

Samotný mechanizmus vstupuje do platnosti, ak najmenej 5 členských štátov, ktoré disponujú spoločným podielom aspoň 2/3 na celkovom imaní spoločnosti prehlásia, že splnili národné schvaľovacie procedúry. Samotné garancie za úvery však musia schváliť akcionári, ktorí majú spolu aspoň 90% hlasov. Ak by štát v problémoch potreboval okamžitú pomoc a dĺžka celej procedúry by mu výrazne komplikovala situáciu, úver mu poskytne priamo Európska komisia zo svojho 60 mld. balíka. MMF bude asistovať na individuálnej báze a podmienky sa budú vyjednávať od prípadu k prípadu. EFSF zatiaľ nemá kupovať dlhopisy krajín, má len poskytovať úvery. Uvažuje sa však aj s priamou pomocou bankám. S ukončením celého projektu sa počíta k 30. júnu 2013.

Slovensko môže doplatiť

Prijatie EFSF v kontexte celkovej dlhobovej politiky Slovenska a EÚ indikuje niekoľko záverov:

1. Stabilizačný mechanizmus zjednodušene počíta s tým, že prefinancuje grécke a španielske riziká za nemecké úrokové sadzby. Celková filozofia sledovania kreditného rizika štátov sa mení. Zmena posúdenia kreditného rizika tak nezávisí na dlhodobom sledovaní fundamentov, ale na rozhodnutí niekoľkých ľudí. Informačná asymetria na trhu sa zvyšuje.

2. Zvyšuje sa morálny hazard. Krajiny, ktoré si dlhodobo žili nad pomery a ich verejné financie sú dlhodobo neudržateľné, si prefinancovávajú svoje dlhy pri rovnakých nákladoch na jednotku dlhu ako krajiny, ktoré významné nerovnováhy nezaznamenali. Ďalej, stabilizačný mechanizmus sa síce opatrne vyhýba problematike bankrotu krajín, avšak implicitne s ním počíta, keďže ide o garanciu. Takto krajiny, ktorých verejné financie trh vyhodnotil ako udržateľné a teda ktoré pomoc nepotrebujú, by doplatili na krajiny, ktoré by kvôli neudržateľným nerovnováham zbankrotovali.

3. Vlády, ktoré majú verejné financie v poriadku, často aj uskutočnili reformy, počas ktorých obyvateľstvo znášalo priame ekonomické náklady reforiem. Naopak, problematické krajiny zažili dobré časy, ktoré si nezaslúžili (nadmerný rast kvôli hypotekárnej bubline v Španielsku či doslova verejné hody v prípade Grécka) a ich hostina zostane nepotrešaná. Dokonca, ak by skrachovali po prijatí

pomoci, garancie by sa materializovali a obyvateľstvo „poriadnych“ krajín by ich splácali vo forme vyššieho verejného dlhu. Je pravdepodobné, že súdržnosť národov Európy, celková koherencia v rámci celej EÚ, by sa znížila. Slovensko je typickým príkladom krajiny, ktorá niesla reformné náklady a v budúcnosti bude skôr obeťou než víťazom.

4. Vytvorenie stabilizačného mechanizmu je prezentované ako príspevok k celkovej solidarite medzi európskymi krajinami. Pod pojmom solidarita si skôr vieme predstaviť pomoc v situáciách, ktoré sú náhodné a nezávislé od rozhodnutí vlád (vyššia moc), nie pri dôsledkoch zlej hospodárskej politiky. Ale ak za solidaritu budeme považovať „odplatu“ za pozíciu Slovenska ako čistého poberateľa peňazí z EÚ, potom ide o značne nevyvážený vzťah. Slovensko čerpalo od vstupu do EÚ v roku 2004 do konca roku 2009 4,8 mld. EUR a odvieďlo 3,2 mld. EUR. Čistá finančná pozícia Slovenska je za päť a pol roka 1,6 mld. EUR. Garancia Slovenska v EFSF je 4,4, resp. 5,2 mld. EUR. Pri optimistickom scenári ďalšieho čerpania zdrojov z EÚ, na úrovni 500 mil. EUR, by sa v prípade naplnenia garancie Slovenska vyrovnali kumulované platby z a do EÚ v roku 2015. Ak by bolo tempo ďalšieho čerpania na doterajšej úrovni, t.j. približne 300 mil. EUR, platby by sa vyrovnali až v roku 2020. Zjednodušene, až v roku 2020 by Slovensko dostalo od Európskej únie v „čistom“ tolko, koľko by zaplatilo, keby z garantovanej sumy už nevidelo ani cent. Na druhej strane, problematické krajiny, ktoré by zafažili svojim bankrotom aj slovenských daňovníkov, sú najmä čísi poberatelia a svoje prostriedky by získavali naďalej. A ďalej, ak je výrazným kritériom pridelovania eurofondov podiel na HDP, potom by v tejto súvislosti bolo prirodzené, aby sa HDP kľúčom aj pri podiele v EFSF. Podiel Slovenska by bol nižší.

5. Stabilizačný mechanizmus ďalej integruje národné vlády a odstraňuje tak konkurenciu aj v národných hospodárskych politikách. Predstavuje ďalší harmonizačný prvok po kontrole rozpočtových plánov. Znižovanie vnútornej konkurencie v rámci EÚ a eurozóny znižuje zodpovednosť vlád za svoju hospodársku politiku, nevedie vlády k účinnej štrukturálnej politike. Konkurencieschopnosť EÚ a eurozóny voči svetu sa znižuje, tým aj hospodársky rast a blahobyt.

6. Prezident Európskej centrálnej banky prehlásil, že EÚ nenechá padnúť žiadneho člena eurozóny. To znamená, že banka nebude váhať použiť aj krajné prostriedky, tzn. nakupovať verejné dlhopisy týchto krajín vo veľkom. Individuálne zlyhanie jednej členskej krajiny tak môže dostať do problémov celú eurozónu aj cez menový kanál.

7. Bez ESFS by bolo euro pravdepodobne slabšie. Stabilizačný mechanizmus tak paradoxne oslabuje konkurencieschopnosť otvorenej európskej ekonomiky na svetovom trhu. Navyše, zdroj tlaku na silnejšie euro môže vychádzať aj z USA, ktoré sa tiež nevyhnú riešeniu nadmerného deficitu.

8. Positívom je tlak na zmeny v doterajších rozpočtových politikách najmä problémových krajín. Spoločenské náklady na veľké zmeny (napríklad predĺžovanie veku odchodu do dôchodku) sú dnes relatívne nízke. Na druhej strane, šetrenie vlád vedie k spomaľovaniu hospodárskeho rastu a tým k zväčšovaniu bremena dlhovej služby.

Požadované výnosy na dlhopisoch problémových krajín stále neklesajú, trhy týmto krajinám stále neveria. Ak by nedôvera pokračovala a sadzby by boli na vysokej úrovni aj naďalej, použitie stabilizačného mechanizmu by bolo takmer nevyhnutné. So všetkými vyššie uvedenými dôsledkami. Potom by ale by bolo užitočné uvažovať, či sa pre Slovensko nestáva výhodnejšie zadlžovať než šetriť.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.
E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk.

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerovnováham trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.