




Potrebuje Eurozóna spoločnú fiškálnu kapacitu?



September 2016

Abstrakt

Štandardné menové únie spravidla kompenzujú absenciu individuálnej menovej politiky silnejšou stabilizačnou úlohou fiškálnej politiky na nadnárodnej úrovni. V eurozóne však nedávna kríza upozornila na nedostatok nástrojov na obranu proti makroekonomickým šokom. Vytvorenie spoločného poistenia voči väčším dopytovým šokom na úrovni eurozóny by mohlo priniesť vyššiu makroekonomickú stabilitu zmiernením negatívnych vplyvov krátkodobých hospodárskych výkyvov. Nadnárodný fiškálny stabilizátor by pomáhal tam, kde si národné stabilizačné politiky a flexibilita trhov nedokážu efektívne poradiť. Dodatočné zdroje pre stabilizáciu silnejších cyklických výkyvov by mali byť poskytnuté včas a automaticky, bez potreby politických rozhodnutí. Z doterajších návrhov, ktoré sa objavili v ekonomickej literatúre, IFP preferuje systém nadnárodného zaistenia národných schém poistenia v nezamestnanosti. K dočasným transferom z takéhoto spoločného fondu by dochádzalo len v prípade, že krátkodobá nezamestnanosť v krajine zasiahnutou krízou výraznejšie prekročí svoj dlhodobější priemer. Prístup k spoločnej kapacite by mal byť zároveň podmienený plnením rozpočtových pravidiel a minimálnych štandardov v štrukturálnych oblastiach. Klesajúci rast produktivity a starnutie populácie eurozóny len zdôrazňujú potrebu udržateľných verejných financií a realizácie štrukturálnych reforiem.

Obsah

1 Úvod.....	5
2 Nekompletná architektúra európskej menovej únie	5
3 Spoločná fiškálna kapacita.....	11
4 Konkrétne návrhy pre eurozónu.....	14
5 Podmienky pre zavedenie a fungovanie fiškálnej kapacity	18
6 Záver	20

Podakovanie: Cenné rady a pripomienky poskytol Anton Jevčák* (Európska Komisia), Lucia Šrámková, Ján Remeta, Milan Výškrabka (všetci IFP), Ivan Lesay a Martina Topercerová (MF SR) a Peter Paluš (Stále zastúpenie SR pri EÚ). Podakovanie za pomoc s dátami a prípravou tematických boxov patrí Klaudii Turčákovej (Stále zastúpenie SR pri EÚ). Za akékoľvek zostávajúce chybvy a nepresnosti zodpovedá autor.

Upozornenie: Materiál prezentuje názory autora Inštitútu finančnej politiky, ktoré nemusia nutne odzrkadľovať oficiálne názory Ministerstva financií SR. Cieľom publikovania analýz Inštitútu finančnej politiky (IFP) je podnecovať a zlepšovať odbornú a verejnú diskusiu na aktuálne ekonomické témy. Citácie textu by preto mali odkazovať na IFP (a nie MF SR) ako autora týchto názorov.

Autor

Juraj Šuchta*

juraj.suchta@mfsr.sk

*Juraj Šuchta a Anton Jevčák v súčasnosti pôsobia na Stálom zastúpení SR pri EÚ (Finančný unit)

Netechnické zhrnutie

Eurozóna ostáva bez nadnárodných stabilizačných nástrojov fiškálnej politiky zraniteľná voči hospodárskym prepacom na úrovni jednotlivých členských štátov (tzv. asymetrické šoky). Hospodársky prepád spôsobuje automatické zhoršenie pozície verejných financií na úrovni členského štátu, čím oslabuje schopnosť vlády stabilizovať ekonomickú aktivitu a zabrániť silnejším prepacom v zamestnanosti. Pretrvávajúca recesia môže spôsobiť problémy s obnovením pôvodnej rovnováhy (hovoríme o hysteréze), kedy napriek ekonomickému oživeniu nezamestnanosť zostáva dlhodobo na vyššej úrovni. Asymetrické výkyvy môžu zároveň ohroziť stabilitu ostatných krajín eurozóny cez vzájomné finančné a obchodné väzby.

Vstupom do eurozóny členské štáty stratili autonómnu možnosť reagovať na negatívne vplyvy ekonomických kríz prostredníctvom výmenného kurzu a vlastnej menovej politiky. Spoločná menová politika vykonávaná európskou centrálnou bankou je zameraná na eurozónu ako celok a nereaguje preto v plnej miere na lokálne hospodárske prepady, ktoré zasahujú len niektoré krajiny eurozóny. Stabilizáciu ekonomiky skrz národné rozpočtové politiky čiastočne limitujú európske rozpočtové pravidlá. Eurozóna navyše chýba automatický koordinačný mechanizmus, ktorý by zaručil, aby aj jej agregátna fiškálna pozícia pôsobila dostatočne proti - cyklicky. To v niektorých prípadoch limituje schopnosť jednotlivých členských štátov čeliť následkom asymetrických sokov. Ani trhové mechanizmy na cezhraničné zmiernenie šokov, ako sú finančné trhy, mobilita na trhu práce, či flexibilita miezd a cien, nie sú v eurozóna dostatočne vyvinuté. Pri neplnení podmienok optimálnej menovej oblasti eurozóna potrebuje mechanizmus dočasných fiškálnych transferov medzi jednotlivými krajinami.

Kolektívne fiškálne poistenie voči asymetrickým ekonomickým šokom by mohlo prispieť k väčšej odolnosti eurozóny, znížením náchylnosti vzniku a následkov hospodárskych kríz ako aj zmiernením rizika ich prenosu medzi jednotlivými krajinami. Úlohou spoločného fondu by malo byť prerozdelenie prostriedkov z prehrievajúcich sa ekonomík do tých, ktoré operujú pod svojím potenciálom. Takto nastavená spoločná fiškálna kapacita by zefektívnila stabilizáciu ekonomických výkyvov vyšším zdieľaním rizík rozpočtovými politikami. Proti - cyklický stabilizátor na nadnárodnej úrovni by zároveň mohol viesť k posilneniu koordinácie národných rozpočtových politik, adekvátnejšej fiškálnej pozícii eurozóny a postupne aj väčšej zladenosti ekonomických cyklov. Existencia spoľahlivého fiškálneho poistenia by tiež mohla zvýšiť dôveru pre fungovanie finančných mechanizmov na zmiernenie šokov.

S cieľom obmedziť nezdravé motivácie na úrovni štátov a ich občanov (morálny hazard) by mala fiškálna kapacita reagovať len na krátkodobé cyklické výkyvy, na rozdiel od dlhodobých štruktúrnych problémov. Jej najrobustnejšou verziou by bol systém automatických transferov bez potreby politických rozhodnutí. Naviazaním schémy na cyklický vývoj by sa mali presuny finančných prostriedkov medzi jednotlivými krajinami v dlhšom horizonte vybilancovať, pretože výkyvom v hospodárskom cykle čelia všetky krajiny. Pre stabilizáciu väčších šokov, ktoré súčasne zasahujú väčšinu krajín eurozóny (tzv. symetrický šok), by fiškálna kapacita mala mať možnosť získať prostriedky na finančnom trhu. V čase úrokových sadzieb blízko nuly totiž menová politika nemusí fungovať optimálne a fiškálny stimul získava na dôležitosť. V horizonte celého hospodárskeho cyklu by však mal spoločný fond dosahovať približne vyrovnaný rozpočet.

Ako jeden z doteraz najprepracovanejších a adekvátnych nástrojov na stabilizáciu asymetrických šokov sa javí európska schéma poistenia v nezamestnanosti. Najrealistickejším variantom by mohol byť systém nadnárodného zaistenia národných schém poistenia v nezamestnanosti. K spusteniu transferov zo spoločného stabilizačného fondu by

dochádzalo len v prípade, že krátkodobá nezamestnanosť prekročí v danej krajine svoj dlhodobější priemer. Symetrickým spôsobom by do fondu prispievali prehrievajúce sa krajiny s výrazným poklesom krátkodobej nezamestnanosti. Hlavnými výhodami by bola automatická a lepšie mierená stabilizácia šokov pri relatívne nízkych nákladoch a možnosti zachovania národných systémov dávok v nezamestnanosti. Konvergencia aspoň k minimálnym spoločným štandardom poistenia v nezamestnanosti by však mala byť podmienkou pre zaistenie dostatočnej stabilizačnej schopnosti a zmiernenie morálneho hazardu.

Výraznejšie fiškálne zdieľanie rizík by malo byť súčasne sprevádzané aj prevenciou makroekonomických nerovnováh a zvýšenou schopnosťou vyrovnáť sa s nimi. Európsky fiškálny stabilizátor nemôže byť všeliakom a jedinou prioritou. Komplementárnym riešením je nastavenie kondicionality pre prístup k fiškálnej kapacite, striktným plnením rozpočtových pravidiel a implementáciou štrukturálnych reforiem. Na európskej úrovni by mal byť politický kapitál investovaný tiež do dobudovania bankovej únie a spoločného kapitálového trhu, ktoré by mali byť hlavným kanálom na cezhraničnú absorpciu makroekonomických výkyvov.

1 Úvod

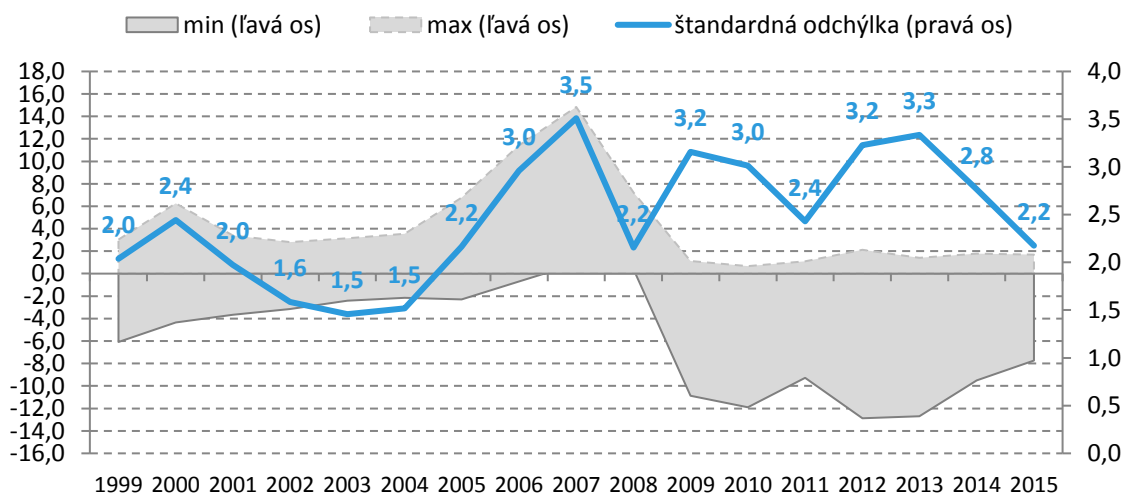
Nedávna finančná a dlhová kríza v eurozóne pripomenula, ako môže spoločný ekonomický šok pôsobiť asymetrickým spôsobom na jednotlivé krajiny. Kým v Nemecku miera nezamestnanosti aktuálne klesla pod hranicu 5 %, v Španielsku a Grécku sa pohybuje stále okolo 20 %. Tento vývoj poukázal na problém rozladenosti ekonomických cyklov. Výsledkom sú čoraz častejšie akademické a politické debaty o stabilizačnej úlohe fiškálnej politiky a o prípadnej potrebe spoločného európskeho nástroja na zdieľanie rizík voči makroekonomickým výkyvom na lokálnej úrovni.

Táto diskusná štúdia IFP sa v úvodnej časti zameriava na teoretické argumenty v prospech a proti vytvoreniu stabilizátora makroekonomických šokov na úrovni eurozóny. V ďalších častiach sa pozornosť venuje konkrétnym návrhom a praktickým prvkom nastavenia prípadného spoločného stabilizačného nástroja.

2 Nekompletná architektúra európskej menovej únie

Z dôvodu nedostatočných mechanizmov na absorpciu asymetrických šokov¹ zostáva eurozóna aj naďalej nekompletnou menovou úniou. Kým v iných menových úniách ako sú USA a Kanada dochádza k absorpcii približne 80% lokálnych ekonomických výkyvov², v eurozóne dosahuje miera stabilizácie na úrovni členských štátov okolo 40 % HDP (Allard, 2013). Asymetrické šoky tak ohrozujú stabilitu celej únie možnosťou ich prenosu do ostatných krajín cez vzájomné finančné a obchodné väzby.

Graf 1: Rozpätie produkčnej medzery v krajinách eurozóny (% potenciálneho HDP)



Zdroj: Vlastné prepočty a grafické spracovanie na základe údajov z AMECO databázy (Európska komisia)

¹ Pri debatách o potrebe fiškálnej kapacity nás zaujíma nielen povaha samotného šoku, ale aj reakcia ekonomiky, ktorá môže byť medzi jednotlivými krajinami rozdielna aj v prípade spoločného šoku. Asymetrické reakcie vychádzajú najmä z rôznej štruktúry ekonomiky (napr. flexibilita trhu práce) a reakcie fiškálnej politiky.

² vďaka medzištátnej diverzifikácii zdrojov privátnych príjmov a fiškálnym transferom medzi jednotlivými regiónmi

V posledných rokoch sa intenzívne diskutuje ekonomické ráció a prípadné návrhy spoločného fiškálneho stabilizačného nástroja, ktorý by dokázal zmierniť cyklické výkyvy a tým prispel k väčšej odolnosti eurozóny³. V rámci európskej politickej diskusie je smerodajná najmä *Správa piatich prezidentov* (Juncker et al, 2015), ktorá prezentuje konkrétne návrhy na prehĺbenie integrácie v eurozóne. Posilnenie európskych fiškálnych nástrojov na stabilizáciu makroekonomických šokov je jednou z jej priorít v strednodobom horizonte (Box 1).

Box 1: Správa piatich prezidentov

Správa piatich predsedov predstavuje plán na prehĺbenie a dobudovanie Hospodárskej a menovej únie (HMÚ) v dvoch fázach, najneskôr do roku 2025. Politickí lídri na zasadnutí Európskej rady v októbri 2014 vyzvali na vytvorenie konkrétnych mechanizmov na posilnenie koordinácie hospodárskej politiky, konvergencie a solidarity v eurozóne, ako aj lepšiu správu hospodárskych záležitostí. Autori Správy⁴, preto v júni 2015 navrhli **okamžité kroky ako aj dlhodobejšie opatrenia na dobudovanie štruktúry hospodárskej, finančnej, fiškálnej a politickej únie.**

Eurozóna má prejsť od súčasného systému pravidiel a usmernení pre tvorbu národných politik **smerom k systému sväčšou mierou zdieľania suverenity.** Po ukončení procesu hospodárskej konvergencie a finančnej integrácie, tým aj zvýšením vzájomnej dôvery členských štátov, by mohlo dôjsť k **určitej forme zdieľania rizika**, sprevádzaného posilnenou demokratickou legitimitou, zodpovednosťou a silnejším inštitucionálnym základom. Správa navrhuje **vznik stabilizačnej funkcie pre Eurozónu**, ktorá by pomáhala zmierňovať makroekonomické šoky. Presná koncepcia tejto funkcie bude úlohou **expertnej skupiny**, ktorá má preskúmať právne, ekonomické a politické aspekty jednotlivých dlhodobějších návrhov. Následne na jar roku 2017 Európska Komisia predloží takzvanú **bielu knihu**, v ktorej zhodnotí pokrok v prvej fáze tohto procesu a navrhne právne kroky pre druhú fázu.

Prehľad navrhovaných opatrení v jednotlivých fázach:

Fáza 1 – „*prehľbovanie prostredníctvom činov*“ (1. júl 2015 – 30. jún 2017)

- Zjednodušenie fiškálnych pravidiel
- Lepšia koordinácia hospodárskych politik v rámci Európskeho semestra
- Posilnenie postupu pri makroekonomických nerovnováhach (MIP)
- Vytvorenie národných rád pre konkurencieschopnosť
- Vytvorenie Európskej fiškálnej rady
- Vytvorenie jednotnej medzinárodnej reprezentácie eurozóny
- Dokončenie bankovej únie, vrátane konkrétnych krokov k európskeho systému poistenia vkladov
- Spustenie únie kapitálových trhov

Fáza 2 – „*dobudovanie HMÚ*“ (Od roku 2017)

- Závaznejší proces hospodárskej konvergencie: zavádzanie spoločných štandardov v oblasti pracovných trhov, konkurencieschopnosti, podnikateľského prostredia, verejnej správy
- **Vytvorenie makroekonomického stabilizačného nástroja**
- Integrovanie Európskeho stabilizačného mechanizmu (ESM) do právneho rámca EÚ
- Vznik Európskeho ministerstva financií

³ napr. Allard et al, 2013, Benassy – Quere et al, 2016; Caudal et al, 2013

⁴ predseda Európskej komisie J.C. Juncker, predseda Európskej rady D. Tusk, predseda Euroskupiny J. Dijsselbloem, prezident ECB M. Draghi a predseda Európskeho parlamentu M. Schulz

Zavedením eura sa krajiny eurozóny vzdali svojej národnej meny a samostatnej menovej politiky, štandardných nástrojov na zmiernenie hospodárskych prepádov na národnej úrovni.⁵ Spoločná menová politika vykonávaná Európskou centrálnou bankou (ECB) sa v súlade s jej mandátom zameriava na eurozónu ako celok a plne tak reaguje len na hospodárske výkyvy celého menového bloku. V prípade asymetrických šokov na úrovni jednotlivých krajín dokonca existuje riziko zvýraznenia makroekonomických nerovnováh spoločnou menovou politikou. Jednotne stanovená úroková sadzba pôsobí reštriktívne v podchladenej ekonomike, pričom v krajine s hospodárskou aktivitou nad svojim potenciálom znásobuje jej prehrievanie sa. Transmisné kanály spoločnej menovej politiky zároveň nemusia fungovať optimálne ani pri symetrickom šoku, najmä v období keď sa úrokové sadzby blížia k nule a viaceré sektory ekonomiky sú vo fáze znižovania dlhu na svojich súvahách.

Národné fiškálne politiky v eurozóne neumožňujú plne využiť svoju stabilizačnú funkciu, napriek jej zvýšenému významu v menovej únii. Za bežných okolností dokáže fiškálna politika v recesii nahradiť nedostatok súkromného dopytu verejným. Naopak, v čase expanzie, môže tlmíť celkový dopyt a tým zabrániť prehriatiu ekonomiky⁶. Napriek potrebe kompenzovať stratu národnej menovej politiky, je možnosť proti - cyklického fiškálneho stimulu obmedzená európskymi pravidlami Paktu stability a rastu⁷. Na konflikt medzi Paktom a potrebou stabilizácie poukázali ešte pred zavedením spoločnej meny Belke a Gros (1998). Pôsobenie automatických stabilizátorov⁸ môže v čase silnejšej krízy viesť k prekročeniu deficitu verejnej správy nad referenčnú úroveň 3 % HDP, kedy pravidlá požadujú konsolidáciu verejných financií aj pri stále podchladenej ekonomike. Podobne proti - cyklicky pôsobí aj dlhové pravidlo, ktoré pre krajiny s dlhom nad 60 % HDP stanovuje postupné znižovanie úrovne dlhu bez ohľadu na pozíciu v ekonomickom cykle. Zároveň, pri zvýšenom tlaku na fiškálnu konsolidáciu majú vlády tendenciu znižovať najmä verejné investície, ktoré sú najefektívnejšie nielen pri oživení ekonomickej aktivity, ale aj z pohľadu zvyšovania dlhodobého potenciálneho rastu.

Možnosť národnej proti - cyklickej fiškálnej stabilizácie môže byť v eurozóne limitovaná aj prístupom na finančné trhy v čase krízy. Európska dlhová kríza poukázala na skutočnosť, že finančné trhy môžu reagovať pri silnejšom šoku zasahujúcim najzraniteľnejšie⁹ krajiny eurozóny agresívnejšie, v podobe neprimerane zvýšených úrokových nákladov na financovanie vládneho dlhu. Krajiny eurozóny sú zraniteľnejšie, pretože na rozdiel od krajín s vlastnou menou nemajú samostatnú menovú politiku, ktorou by mohli ovplyvňovať domáce úrokové miery. Vysoké úroky, ktoré často nezodpovedajú makroekonomickým fundamentom, znižujú priestor na proti - cyklickú reakciu. Kríza likvidity sa následne môže premeniť na solvenčnú krízu. (De Grauwe, 2014)

Fiškálne mechanizmy pre makroekonomickú stabilizáciu v eurozóne nie sú dostatočne vybudované ani na nadnárodnej úrovni. Strata nástrojov individuálnej menovej politiky býva v menových úniách zväčša kompenzovaná posilnením úlohy fiškálnej politiky na nadnárodnej úrovni, tak ako to je v prípade štandardných federácií. Napriek viacerým návrhom na

⁵ V prípade asymetrického šoku jednotlivé členské štáty v eurozóne nemajú možnosť oslabenia domácej meny, ktoré by zvýšilo konkurencieschopnosť a prostredníctvom silnejších exportov viedlo k rýchlejšiemu pokrizovému oživeniu.

⁶ Stabilizačná funkcia fiškálnej politiky nadobúda význam v podmienkach menovej únie, pri obmedzených nástrojoch individuálnej menovej politiky

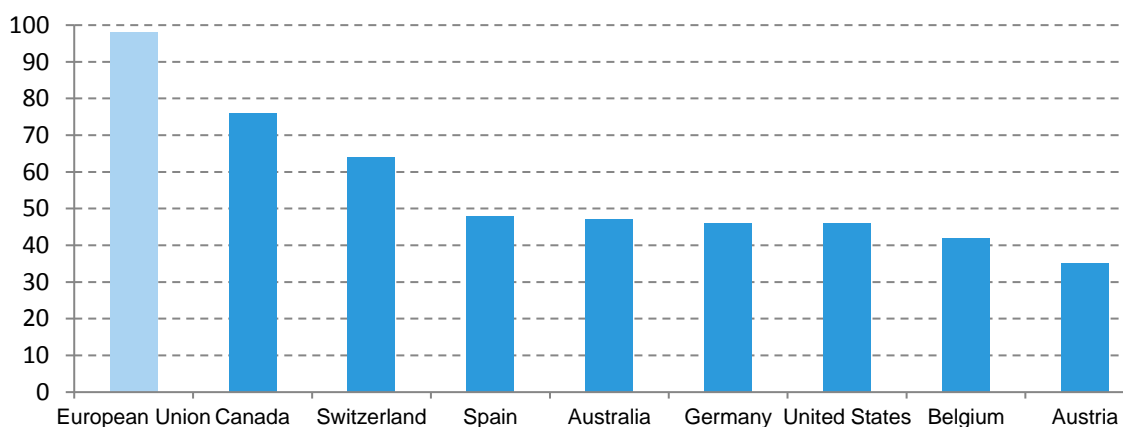
⁷ V roku 2015 bolo zverejnená flexibilná aplikácia rozpočtových pravidiel, ktorá pri konsolidačných požiadavkách zohľadňuje ekonomický cyklus a posilňuje proti - cyklickosť. Týka sa však len krajín v preventívnej časti s deficitom verejnej správy pod 3 % HDP (Európska komisia, 2015)

⁸ S prepádom ekonomickej aktivity je spojený automatický pokles daňových príjmov a nárast výdavkov na dávky v nezamestnanosti

⁹ Krajiny s horšími ekonomickými parametrami, ako vysoký vládny dlh, pomalý potenciálny rast alebo oslabený bankový sektor.

vytvorenie spoločného európskeho rozpočtu na stabilizáciu asymetrických šokov už v dávnejšej minulosti (Európska Komisia, 1977¹⁰; Italianer and Vanheukelen, 1992) je zdieľanie rizík spoločnými fiškálnymi nástrojmi v eurozóne výrazne slabšie oproti iným krajinám s federálnymi štruktúrami. Spoločný európsky rozpočet, ktorý dosahuje len približne 1 % HDP, nie je určený na makroekonomickú stabilizáciu, ale hlavne na vyrovnávanie štrukturálnych rozdielov medzi členskými štátmi EÚ. Plánovanie rozpočtu navyše prebieha v sedemročných cykloch, čo znemožňuje adekvátnu reakciu v prípade okamžitej potreby stabilizácie ekonomiky.

Graf 2: Pomer lokálnych výdavkov na celkových verejných výdavkoch (%)



Zdroj: Medzinárodný menový fond, *Government Finance Statistics, September 2015*

Európsky stabilizačný mechanizmus (ESM) vytvorený v roku 2012 nie je v súčasnej podobe možné považovať za adekvátny nástroj na absorpciu asymetrických šokov, pretože neplní preventívnu a automatickú funkciu. Krajínám v počiatočných problémoch automaticky neposkytuje fiškálne zdroje na proti - cyklickú reakciu, ale zmierňuje až krízovú situáciu. ESM poskytuje krajine bez prístupu na finančné trhy výhodnejšie podmienky pôžičiek. Ďalšími negatívami sú zdĺhavý a náročný schvaľovací proces celého programu ako aj výplaty jednotlivých tranží a častá podmienka okamžitej pro - cyklickej fiškálnej reštrikcie, ktorá môže recesiu v krátkodobom horizonte zhoršiť.

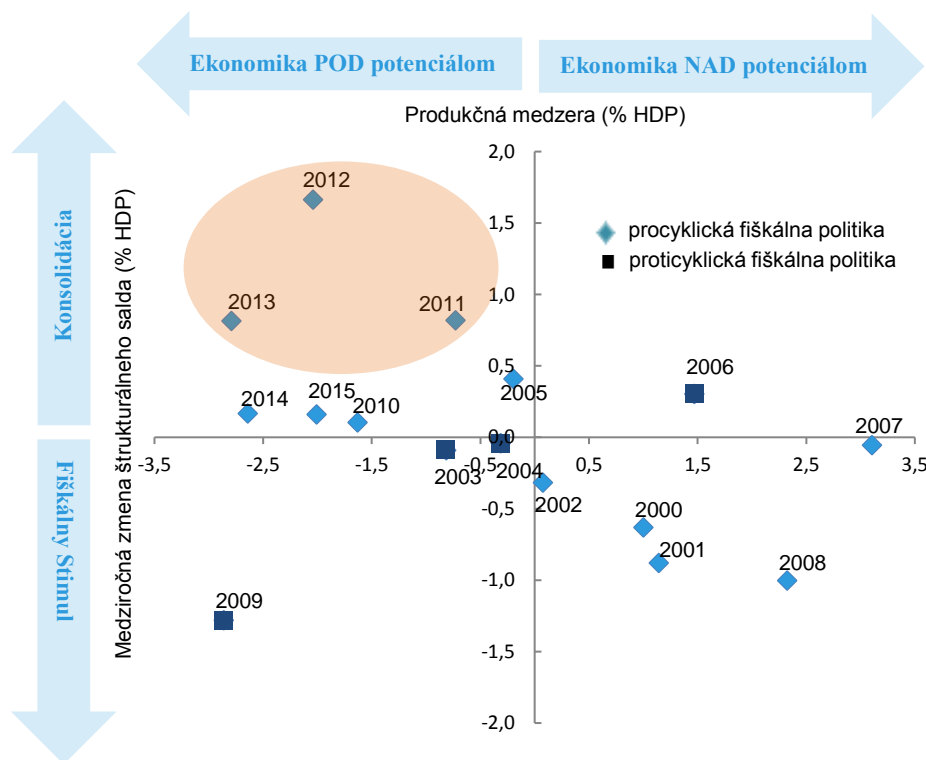
Neexistencia záväzného mechanizmu na koordináciu národných fiškálnych politik zároveň prispieva k neadekvátnej rozpočtovej pozícii a oslabeniu stabilizačnej schopnosti eurozóny ako celku. Napr. v rokoch 2011 až 2013 došlo v eurozóne ako celku k výraznému utiahnutiu národných rozpočtov napriek v tom čase výraznej produkčnej medzere. Členské štáty aj so zdravými verejnými financiami nebrali do úvahy pozitívne externality expanzívnej fiškálnej politiky na ostatné krajiny eurozóny¹¹. Výsledkom bola neoptimálna agregátna pro - cyklická fiškálna politika eurozóny, ktorá pri ekonomickej aktivite značne pod svojím potenciálom znemožnila rýchlejšie pokrizové oživenie¹² a prehĺbila rozladenosť v ekonomických cykloch jednotlivých krajín eurozóny.

¹⁰ McDougallova správa predpokladala spoločný rozpočet vo výške 5 - 7 % HDP

¹¹ Cezhraničné prelivy fiškálnej politiky sa zintenzívňujú predovšetkým v období úrokových sadzieb blízko dna (Blanchard, 2015)

¹² Holland a Portes (2013) a Veld (2013) udávajú negatívny vplyv simultánnej konsolidácie v rokoch 2011 až 2013 na členské štáty eurozóny okolo 2 % HDP.

Graf 3: Pro - cyklickosť fiškálnej politiky eurozóny pokrízových rokov



Zdroj: Vlastné prepočty a grafické spracovanie na základe údajov z AMECO databázy (Európska komisia)

Nedostatočné trhové mechanizmy na vyrovnávanie šokov

Fiškálna politika nie je jediným nástrojom na stabilizáciu makroekonomických šokov. Okrem vládnych zásahov majú jednotlivé ekonomiky k dispozícii aj trhové mechanizmy ako sú mzdová a cenová flexibilita, cezhraničná mobilita práce a kapitálu a prístup na úverové trhy.¹³

Trhové vyrovnávacie mechanizmy, ktoré tiež prispievajú k návratu ekonomiky k potenciálu, však v eurozóne nie sú dostatočne vyvinuté. Vzhľadom na slabú mzdovú a cenovú flexibilitu a nedostatočnú mobilitu výrobných zdrojov medzi krajinami je stabilizácia trhovými mechanizmami relatívne neefektívna (Európska komisia, 2016). Zásadné posilnenie flexibility trhu práce a zvýšenie migrácie je v strednodobom horizonte pravdepodobne nerealistické. Výraznejšej cezhraničnej migrácii bránia nielen inštitucionálne bariéry, ale aj kultúrne rozdiely medzi jednotlivými členskými štátmi.

Pre zefektívnenie trhových nástrojov na zdieľanie rizík v eurozóne je kľúčové dobudovanie bankovej a kapitálovej únie. Integrovaný finančný sektor je vo väčšine federácií najvýznamnejším kanálom na absorpciu šokov. Prostredníctvom úverových a kapitálových trhov sa v niektorých menových úniách absorbuje viac než polovica šokov (Box 2). Cieľom bankovej únie je prelomenie silnej prepojenosti štátov a bánk v EÚ, ktorá v prípade fiškálnych problémov vedie k oslabeniu domáceho bankového sektora a tak aj jeho schopnosti poskytovať úvery. Vytvorenie kapitálovej únie by malo navyše posilniť úlohu medzinárodných kapitálových tokov pri financovaní hospodárskej aktivity v EÚ. Tento kanál však hrá v eurozóne relatívne menšiu úlohu (Valiante, 2016).

¹³ Teória optimálnej menovej únie požaduje pre fungovanie spoločnej menovej zóny dostatočnú mobilitu práce a flexibilitu miezd (Mundell, 1961)

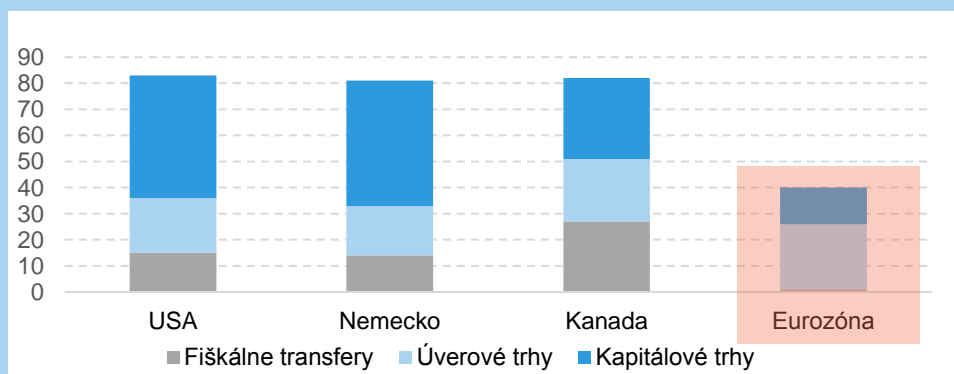
Hlbšiu integráciu národných kapitálových trhov možno očakávať až v dlhšom horizonte vzhľadom na vysoký podiel domácich aktív na celkových aktívach a významné rozdiely v právnych rámcoch. Feldstein a Horioka (1980) tiež ukázali, že sporitelia/investori majú všeobecne tendenciu uprednostňovať domáce investície, čo obmedzuje schopnosť cezhraničných kapitálových príjmov stabilizovať domáce hospodárske výkyvy. Navyše, kapitálové trhy sú v prípade dlhotrvajúcich a hlbokých ekonomických prepadoch menej efektívne¹⁴ (Furceri a Zdziednicka, 2013).

Box 2: Finančné mechanizmy na absorpciu šokov

Najčastejšie sa hovorí o vyhladzovaní makroekonomických výkyvov federálnym rozpočtom, iné kanály sú však zväčša efektívnejšie. Vyššie zdieľanie rizík môže poskytnúť najmä finančný sektor. **Predovšetkým dokončenie bankovej únie a kapitálovej únie môže dodatočne zvýšiť stabilizačnú schopnosť eurozóny.**

- **Úverové trhy.** Vyhladzovanie asymetrických výkyvov je jednoduchšie v prípade, že si samotné domácnosti, firmy a vlády dokážu požičiavať zo zahraničia. V ostatných menových úniách je úverovými trhami absorbovaná takmer štvrtina šokov (Kanada). Základnou podmienkou je dobrý prístup k úverovým trhom, ktoré závisia na dobre fungujúcom medzibankovom trhu.
- **Kapitálové trhy.** Absorpcia šokov je výraznejšia v prípade, že vlastníctvo aktív je diverzifikované naprieč regiónom. Diverzifikácia kapitálu zaisťuje, že zisky a straty sú distribuované v celom regióne, čo zmiernuje vplyv prepadu jednej krajiny na kapitál domáceho bankového sektora ale aj príjem domácnosti. Kapitálové trhy dokážu v iných menových úniách absorbovať takmer až polovicu všetkých fluktuácií (Nemecko, USA).

Graf 4: Absorpcia šokov v menových úniách (% vyhladených šokov)



Zdroj: Allard et al (2013)

Celkovo hrajú trhové vyrovnávacie mechanizmy rozhodujúcu úlohu v prípade dlhotrvajúcich a hlavne ponukových šokov, v prípade dočasných cyklických výkyvov však nie sú dostatočné. Flexibilita na trhu práce v čase dopytového šoku znižuje mzdy, čím môže prípadnú recesiu znásobiť. Ak sú negatívne vplyvy asymetrického šoku výsledkom rozladených ekonomických cyklov (striedanie expanzie a kontrakcie), adekvátnejšou reakciou je supľovanie výpadku súkromného dopytu expanzívnou fiškálnou politikou.

¹⁴ prístup na kapitálové a úverové trhy býva často obmedzený, hlavne pre súkromné osoby ako aj menšie firmy (Wehringer 2014),

3 Spoločná fiškálna kapacita

Ekonomická teória (Musgrave, 1989) uvádza tri hlavné úlohy pre fiškálnu politiku na nadnárodnej úrovni. Poskytovanie spoločných verejných statkov pre všetky členské štáty (napr. infraštruktúra, obrana), redistribúcia zdrojov s cieľom zmenšiť historické a geografické rozdiely medzi regiónmi a makroekonomická stabilizácia za účelom zmiernenia regionálnych fluktuácií v ekonomickom cykle. Práve absorpcia šokov na nadnárodnej úrovni má v ekonomickej teórii najsilnejšie ekonomické opodstatnenie (Oates, 1968).

Pri relatívne nízkej efektivite trhových mechanizmov a nedostatočne zosúladených ekonomických cykloch bude mať architektúra eurozóny tendenciu vytvárať nerovnováhy aj do budúcnosti, čo poukazuje na potrebu stabilizačného nástroja na európskej úrovni.¹⁵ Efektívna stabilizácia šokov je v spoločnom záujme všetkých členov menovej únie. So zvýšenou fluktuáciou hospodárskych cyklov môžu byť spojené nemalé náklady vyplývajúce z nižšieho hospodárskeho rastu a vyššej nezamestnanosti. (Ramey and Ramey, 1995). Prostredníctvom efektu „hysterézy“ môžu cyklické prepady pri absencii adekvátnej stabilizácie vyústiť v štruktúralne nižší potenciálny rast a dlhodobu vyššiu nezamestnanosť (Blanchard a Summers, 1986). Hlavným cieľom fiškálnej kapacity by preto malo byť zvýšenie schopnosti predchádzať prílišným makroekonomickým výkyvom a zároveň posilnenie ich stabilizácie.

Ako by fungovala spoločná fiškálna kapacita?

Zo spoločného poistenia medzi krajinami eurozóny by sa pri negatívnom makroekonomickom šoku kompenzoval výpadok agregátneho dopytu. Voľbou vhodného mechanizmu by sa mali medzi členskými krajinami distribuovať finančné prostriedky, počas jednotlivých fáz ekonomického cyklu a v ideálnom prípade s čo najväčším stabilizačným účinkom na ekonomickú aktivitu. Na základe toho by fiškálna kapacita na úrovni eurozóny mohla posilniť tri kanály makroekonomickej stabilizácie:

- **Medzi - regionálna absorpcia šokov.** Krajiny eurozóny môžu ťažiť zo spoločného poistenia proti cyklickým asymetrickým šokom, a to najmä pri neočakávaných a dočasných makroekonomických výkyvoch. Prostredníctvom fiškálnej kapacity by dochádzalo k presunu prostriedkov z prehrievajúcich sa ekonomík do tých, ktoré v danom momente čelia hospodárskemu prepadu. Lepšia distribúcia fiškálneho stimulu resp. konsolidácie medzi členskými krajinami by umožnila lepšiu proti - cyklickejšiu fiškálnu pozíciu členských štátov aj eurozóny ako celku¹⁶. Sekundárnym pozitívnym efektom by bola aj posilnená zladenosť ekonomických cyklov, čo by v rámci menovej únie zjednodušilo úlohu aj pre nastavenie jednotnej menovej politiky ECB.
- **Medzi - časová absorpcia šokov.** Pri dostatočnom fiškálnom priestore alebo prístupe na finančné trhy je medzi - časové vyhladzovanie šokov realizovateľné aj na národnej úrovni. Pri silnejšom hospodárskom prepade však dochádza k automatickému zhoršeniu fiškálnej pozície a oslabeniu národných zdrojov na proti - cyklickú reakciu práve v období, keď sú najviac potrebné. V kontexte európskej menovej únie by mohla spoločná fiškálna kapacita posilniť fungovanie národných stabilizátorov aj v prípade silných symetrických šokov,

¹⁵ Za vytvorenie fiškálnej kapacity sa nedávno vyslovili okrem Európskej Komisie aj Európska centrálna banka a Medzinárodný menový fond (Európska Komisia, 2016, IMF, 2016, ECB, 2016)

¹⁶ Stimul fiškálnej politiky zo spoločnej by mal silnejší stabilizačný vplyv na ekonomickú aktivitu, pretože by bol distribuovaný do krajín s podchladenou ekonomikou, v ktorej je fiškálny multiplikátor silnejší.

ktoré zasahujú súčasne viaceré krajiny eurozóny.¹⁷ Pre maximálnu účinnosť tohto kanálu by však bolo potrebné povoliť vo viacerých európskych krajinách politicky citlivé deficitné hospodárenie fiškálnej kapacity v časoch recesie zasahujúcu väčšinu krajín. Aby dosahovala fiškálna kapacita vyrovnaný rozpočet, schodky v období krízy by museli byť nevyhnutne kompenzované prebytkami v priebehu hospodárskej expanzie.

- **Zvýšenie stabilizačných účinkov fiškálnej politiky.** Lepšiu proti - cyklickosť fiškálnej politiky je tiež možno dosiahnuť automatickým naviazaním verejných výdavkov s najvyšším stabilizačným účinkom na výkyvy v hospodárskom cykle. Reformu automatických stabilizátorov na národnej úrovni je však politicky náročné implementovať (Gaspar a Buti, 2015). Na nadnárodnú fiškálnu kapacitu by sa preto mohli naviazať práve národné výdavky s najvýraznejším stabilizačným efektom (napr. investície alebo dávky v nezamestnanosti). Výhodou stimulu zo spoločnej fiškálnej kapacity je navyše skutočnosť, že nevytláča súkromnú spotrebu (Fahri a Werning, 2012).

Centrálna fiškálna kapacita by mohla nie len doplniť, ale aj posilniť ostatné nástroje makroekonomickej stabilizácie. Hoci cezhraničné zdieľanie rizík prostredníctvom finančných trhov je tradične najvýznamnejším absorpčným kanálom, spoločná fiškálna kapacita môže byť ich dôležitým komplementom. Fiškálna stabilizácia šokov z centrálnej úrovne môže slúžiť nielen ako poistenie v prípade zlyhania finančných kanálov, ale aj ako katalyzátor pre dôveru investorov. Prítomnosť kredibilného verejného poistenia voči makroekonomickým šokom limitujúceho prudký prepád ekonomiky by tak mohlo umocniť stabilizáciu skrz fungovanie finančných trhov (Fahri a Wehring, 2012). To by následne mohlo viesť k zníženej potrebe záchranných programov vychádzajúcich z náhlej straty dôvery investorov na dlhopisových trhoch.

Morálny hazard a riziko trvalých transferov

So spoločným fondom na stabilizáciu šokov sú spojené aj viaceré riziká, predovšetkým inštitucionálny morálny hazard a riziko trvalého prerozdelenia. Každý systém poistenia je do istej miery spojený s oslabením motivácie na zodpovedné správanie, riziká tzv. morálneho hazardu. Zavedením spoločnej fiškálnej kapacity by mohlo dôjsť k zmene správania na úrovni národných vládnych politik ale aj trhov práce.

- **Ex-ante riziká.** V prípade, že federálne transfery poisťujú krajiny voči asymetrickým šokom, lokálne vlády môžu mať menšiu motiváciu implementovať politiky, ktoré znižujú riziko ich vzniku. Jednotlivé vlády by mohli mať motiváciu odsúvať štrukturálne reformy, ktoré zlepšujú flexibilitu trhov práce a produktov. Pri existencii nadnárodného poistenia v nezamestnanosti môže dôjsť k spomaleniu prispôsobenia sa trhovým mechanizmom na trvalé ponukové šoky. Pri poistení proti asymetrickým šokom tiež existuje riziko, že krajiny viac náchylné na asymetrické šoky (napr. malé otvorené ekonomiky), budú potrebovať zdroje zo spoločného fondu častejšie ako menej rizikové krajiny s nízkou volatilitou ekonomickej aktivity (Alcidi et al, 2015). Na druhej strane, pri symetrickom nastavení spoločnej kapacity by mali tieto krajiny aj viac prispievať, keďže aj expanziu nad rámec trendového rastu prežívajú častejšie. Pri absencii kontrolných mechanizmov môže byť dodatočným rizikom aj prípadná manipulácia národných štatistík, ktoré rozhodujú o tom, že krajina dostane finančné prostriedky zo spoločnej kapacity.

¹⁷ Prepád ekonomickej aktivity môže byť zároveň spojený aj s obdobím veľmi nízkych úrokových sadzieb, keď je stabilizácia menovou politikou menej efektívna a fiškálna politika nadobúda dôležitejšiu úlohu (napr. Christiano et al. 2011, Auerbach a Gorodnichenko, 2012)

- **Ex-post riziká.** Riziko ex-post morálneho hazardu nastáva v momente keď krajina čeliaca hospodárskemu šoku dostane transfer zo spoločnej kapacity. Prostriedky zo spoločnej kapacity by mali byť využité proti – cyklicky na stabilizáciu výpadku dopytu. Vlády však môžu mať tendenciu využiť transfer na rôzne politické priority, ktorých primárnym cieľom nie je stabilizácia ekonomiky. Podobným spôsobom môžu vlády obmedziť národné aktívne politiky trhu práce, ktoré sú tiež kľúčové pri vyrovnaní sa s ekonomickým prepadom. V neposlednom rade, posilnenie záchranej siete v časoch krízy napr. v podobe vyšších a dlhšie vyplácaných dávok môže tiež oslabiť motiváciu na znovuzískanie pracovného miesta na individuálnej úrovni.

Nastavenie parametrov európskej fiškálnej kapacity nedokáže vyššie spomenuté problémy úplne odstrániť, môže ich však do značnej miery zmierniť.

Box 3: Optimálne nastavenie fiškálnej kapacity pre eurozónu

Celkový dizajn stabilizačného nástroja závisí do veľkej miery od politických preferencií. Napriek tomu je možno identifikovať viacero prvkov, ktoré sú kľúčové pri úvahách o nastavení fiškálnej kapacity na úrovni eurozóny.

- **Včasný a automatický transfer.** S cieľom stabilizovať ekonomiku včas, je potrebné, aby sa transfer z/do schémy realizoval keď je ekonomika členského štátu eurozóny výrazne nad/pod potenciálom, bez potreby arbitrárnych politických rozhodnutí. V prípade oneskorenej reakcie by mohlo naopak dôjsť k destabilizácii hospodárskeho cyklu. Rovnako dôležitý je teda aj spoľahlivý odhad cyklického vývoja v reálnom čase, na základe ktorého sa uskutoční transfer prostriedkov.
- **Silný multiplikačný efekt.** Fiškálny stimul môže mať obzvlášť pozitívny vplyv v prípade, že sa dostane priamo do ekonomiky. Veľkosť fiškálneho multiplikátora¹⁸ určuje mieru stabilizácie šoku. Najvýznamnejší stabilizačný vplyv nastane, ak sa transfer dostane vo forme vládnych výdavkov priamo domácnostiam alebo firmám s vysokým sklonom k spotrebe alebo investíciám.
- **Vyrovňavanie cyklických odchýlok.** Fiškálna kapacita by nemala adresovať štrukturálne problémy krajín, čo by takmer s určitosťou viedlo k trvalým transferom medzi krajinami eurozóny. Naopak, automatický centrálny stabilizátor by mal reagovať len na makroekonomické výkyvy mimo kontroly vlády. Inými slovami, všetky krajiny by mali mať v dlhodobom horizonte podobnú šancu stať sa prijímateľmi ako aj prispievateľmi voči spoločnému fondu.
- **Stabilizácia len výraznejších šokov.** Z teórie poistenia vyplýva, že vyhladzovanie výrazných šokov má najväčší ekonomický prínos. Stabilizácia relatívne malých šokov, ktoré nenarúšajú fungovanie finančných trhov, by mala byť pokrytá úsporami alebo pôžičkami na národnej úrovni.
- **Symetrickosť stabilizácie.** Makroekonomická stabilizácia by nemala zmierňovať len veľké negatívne šoky, ale aj tmiť výraznejšie prehrievanie sa. Krajiny expandujúce výrazne nad rámec svojho potenciálu by preto museli posielat' zdroje do spoločnej schémy, čím by sa do istej miery zmierňovali aj lokálne finančné a realitné bubliny odčerpaním nákupnej sily domácností a firiem.
- **Zabránenie morálnemu hazardu.** Vytvorenie fiškálnej kapacity by mohlo viesť napr. k odsúvaniu štrukturálnych reforiem, oslabeniu národných proti - cyklických politik a/alebo aktívnych politik na trhu práce, atd. Vzhľadom na to, je vhodné podmieniť prístup k spoločným fiškálnym zdrojom plnením istých minimálnych štandardov. Navyše, aby sa

¹⁸ Fiškálny multiplikátor pri istej miere zjednodušenia vyjadruje o koľko percent sa zvýši domáca ekonomická aktivita v reakcii na zhoršenie bilancie verejnej správy.

zabránilo príp. trvalým transferom medzi krajinami, dôležitou súčasťou môžu byť aj tzv. „clawback“ mechanizmy, ktoré požadujú ex-post vyrovnanie pozície voči fondu (napr. počas jedného ekonomického cyklu).

4 Konkrétne návrhy pre eurozónu

Viacerí ekonómovia v minulosti navrhli najvýraznejšiu formu fiškálnej integrácie, posilnenú úlohu pre spoločný európsky rozpočet, ktorý by vo výnimočných situáciách plnil aj stabilizačnú funkciu. Jeho príjmová strana by bola doplnená výnosmi zo spoločnej dane na úrovni EÚ resp. eurozóny (napr. daň z finančných transakcií alebo environmentálne dane) alebo z národných príspevkov z výberu daní reagujúcich citlivo na ekonomický cyklus (napr. firemné dane, sociálne odvody). Výdavková strana by si však pri plnení stabilizačnej funkcie vyžadovala diskrečné spravovanie rozpočtu. Európsky minister financií by musel rozhodovať z centrálnej úrovne o výdavkových položkách s cieľom stabilizovať cyklické prepady súkromného dopytu v jednotlivých krajinách (napr. spustením investičných infraštruktúrnych projektov). Iní autori¹⁹ tiež navrhujú rôzne mechanizmy spoločných garancií dlhu zmiernením úrokových nákladov pre krajiny s obmedzeným prístupom na finančné trhy. Finančnú podporu krajinám zápasiacim s nedostatkom likvidity však dnes už môže za určitých špecifických podmienok poskytnúť Európsky Stabilizačný Mechanizmus (ESM).

Vzhľadom na veľmi malú politickú podporu pre rozšírenie úloh európskeho rozpočtu sa v súčasnosti diskutuje o možných mechanizmoch, ktoré by spĺňali charakteristiky načrtnuté v správe piatich prezidentov. Tá navrhuje **stabilizačný mechanizmus, ktorý by fungoval na automatickej báze**.

Súčasne dostupné akademické návrhy sa dajú kategoricky rozdeliť na makro a mikro prístup, prípadne ich kombináciu. V prvom prípade sa jedná o spoločnú schému poistenia proti šokom, v rámci ktorej transfery prebiehajú medzi krajinami na základe cyklických indikátorov. V prípade mikro prístupu dochádza priamo k proti - cyklickej stabilizácii príjmov domácností (príp. firiem) zo spoločného európskeho fondu. Konkrétne návrhy sa líšia predovšetkým v miere do akej dokážu absorbovať makroekonomické výkyvy a súčasne zachovať motiváciu na zodpovednú hospodársku politiku. Medzi oboma cieľmi spravidla existuje istá protichodnosť (Hebous a Weichenrieder, 2015).

- a) **Fond na horšie časy.** Tento mechanizmus vyžaduje príspevky od jednotlivých členských štátov v časech expanzie, keď ich hospodársky rast (výrazne) prevyšuje svoj trendový potenciál. Spoločný fond by poskytoval finančné prostriedky na stabilizáciu členským štátom, ktorých ekonomika sa vplyvom negatívneho makroekonomického šoku dostala (výrazne) pod svoj potenciál. Výška transferov do/zo schémy by sa preto mala odvíjať od cyklickej pozície členských štátov. Viacerí autori²⁰ navrhujú využiť ako vhodný indikátor produkčnú medzeru, ktorá sa už v súčasnosti využíva v rámci európskeho fiškálneho dohľadu²¹. Podľa preferencií by mohla byť schéma fiškálne neutrálne počas každého roka, alebo až počas ekonomického cyklu (s cieľom stabilizovať aj symetrické šoky)

¹⁹ napr. Tabellini, 2016, Blanchard et al, 2016

²⁰ Enderlein, 2013, Carnot et al, 2016

²¹ Produkčná medzera vyjadruje pozíciu krajiny v ekonomickom cykle (konkrétne sa jedná o rozdiel medzi potenciálnym a aktuálnym produktom v stálych cenách vyjadrený v % vo vzťahu k potenciálnemu produktu). V rámci fiškálneho dohľadu sa využíva na výpočet cyklicky očisteného salda verejnej správy.

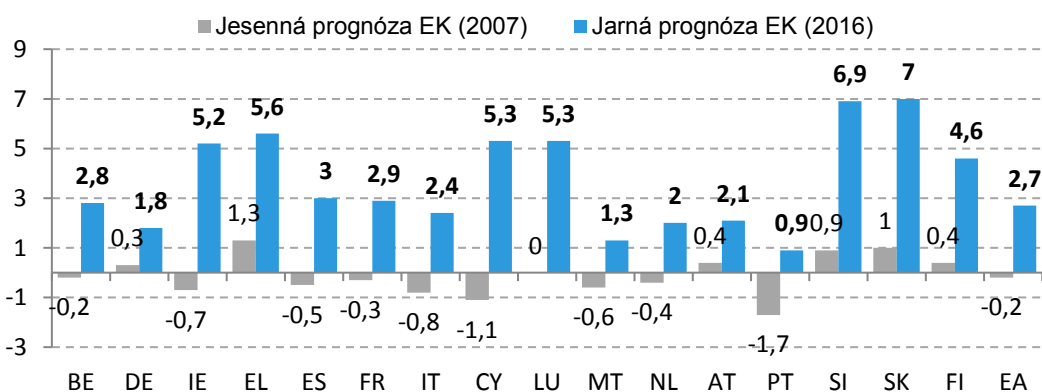
b) Európska (plnohodnotná) schéma poistenia v nezamestnanosti. Jednou z alternatívnych možností je presmerovanie konkrétnych národných stabilizačných politík na európsku úroveň. Poistenie v nezamestnanosti sa javí ako vhodný kandidát vzhľadom na jeho nezanedbateľný efekt pri obmedzovaní prepadu súkromného dopytu počas recesie, keďže domácnosti s výpadkom príjmov z práce majú vyšší sklon k okamžitej spotrebe. Vládne výdavky vo forme dávok v nezamestnanosti pôsobia v prípade poklesu zamestnanosti proti - cyklicky a zároveň fungujú automaticky, bez potreby diskrečných rozhodnutí. Európska schéma by vyplácala v členských štátoch dávky v nezamestnanosti len dočasne (napr. 1 rok) a do určitej miery (napr. výplata vo výške 50 % predošlej mzdy). Národné schémy by mali stále možnosť zvýšiť a predĺžiť dobu vyplácania dávok z vlastných zdrojov.

c) Európske zaistenie národných schém poistenia v nezamestnanosti. Európsky think – tank CEPS navrhol systém, ktorý ponecháva národné schémy poistenia v nezamestnanosti, pričom na európskej úrovni by existoval fond poskytujúci ich zaistenie, a to len v prípade výraznejších šokov. (Gros, 2014; Beblavý et al, 2015). Systém zaistenia je teda do istej miery inšpirovaný americkým systémom, v ktorom sú dávky v nezamestnanosti predĺžené počas recesie. Na rozdiel od plnohodnotnej európskej schémy v nezamestnanosti by finančné transfery prebiehali na úrovni štátov (na základe štatistik krátkodobej nezamestnanosti), pričom dávky v nezamestnanosti by boli vyplácané v súlade s národnými pravidlami.

Porovnanie jednotlivých návrhov

Zatiaľ čo fond na zlé časy na báze odhadov produkčnej medzery (návrh A) je ideálnym teoretickým konceptom, zásadnou komplikáciou sú výrazné revízie odhadov potenciálneho rastu. Zodpovedne odhadnúť do akej miery je ekonomika v reálnom čase prehriata resp. podchladená je náročnou analytickou úlohou (Larch a Turrini, 2009; Marcellino a Musso, 2010). Výsledkom mechanizmu založenom na nepresných odhadov produkčnej medzery by tak mohla byť destabilizácia ekonomického cyklu vo viacerých krajinách, napriek jej opačnému cieľu.²²

Graf 5 : Revízie odhadov produkčnej medzery za rok 2007 (% potenciálneho HDP)

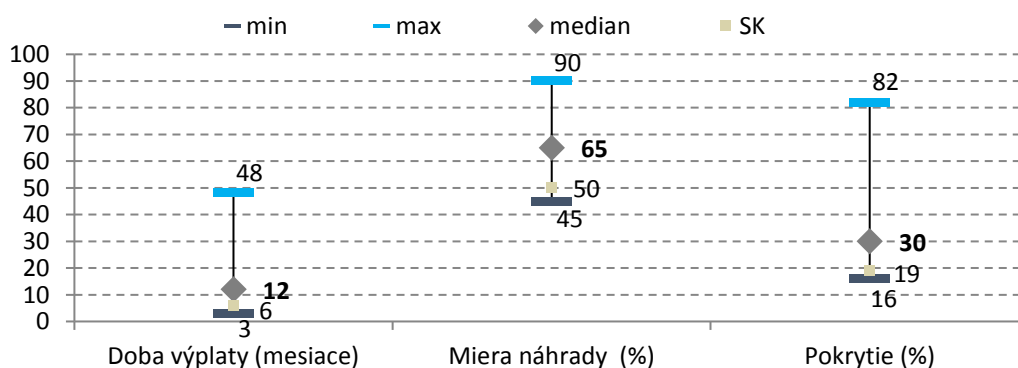


Zdroj: Európska Komisia

²² V roku 2007 odhadovala Európska komisia pre viaceré krajiny stále podchladený stav ekonomiky, v čase keď v skutočnosti dochádzalo k výraznej expanzii vytvárajúcej finančné bubliny.

Pozitívami európskej schémy poistenia v nezamestnanosti (návrh B) sú element solidarity, sociálna dimenzia a priame prepojenie s občanom, avšak rozdielne preferencie ohľadom nastavenie jej základných dimenzií môžu byť zásadnou prekážkou. Vytvorenie spoločného európskeho poistenia by si vyžiadalo istú mieru harmonizácie národných dávok, čo však v súčasnosti nie je realistické. Medzi systémami v jednotlivých členských štátoch existujú značné rozdiely reflektujúce odlišné preferencie a tradície. V prípade harmonizácie parametrov smerom k priemeru (alebo mediánu) by museli viaceré krajiny výrazne zvýšiť štedrosť národných schém. Na druhej strane, pri harmonizácii podľa najnižšieho spoločného menovateľa by mala schéma iba zanedbateľný stabilizačný účinok. Harmonizáciu navyše komplikuje aj previazanosť systémov dávok v nezamestnanosti s penzijnými a daňovými systémami. Ďalšími nevýhodami sú náročnosť administrácie a pomerne vysoký morálny hazard na úrovni štátu aj účastníkov trhu práce.

Graf 6: Heterogenita národných schém poistenia v nezamestnanosti medzi krajinami EÚ



Zdroj: vlastné grafické spracovanie na základe Bruegel (2014a)

Dobá výplaty: počet mesiacov dokedy je dávka v nezamestnanosti vyplácaná; Miera náhrady: výška dávky v nezamestnanosti v pomere k predošlej mzde; Pokrytie: podiel krátkodobo nezamestnaných poberajúcich dávku na celkovom počte krátkodobo nezamestnaných

Systém nadnárodného zaistenia národných schém poistenia v nezamestnanosti (návrh C) sa javí ako najpriechodnejšie riešenie. Možnosť zachovania národných systémov by mala byť politicky prijateľnejšia.²³ Hoci aj tento systém si vyžaduje voľbu problematickeho cyklického indikátora na aktiváciu príspevkov členským štátom, jednou z vhodných možností je ukazovateľ krátkodobej nezamestnanosti. Ten v zásade nie je predmetom výraznejších revízií. Krátkodobá nezamestnanosť zároveň pomerne dobre kopíruje cyklický vývoj ekonomiky. K spusteniu transferov zo spoločného stabilizačného fondu by došlo len v prípade, že krátkodobá nezamestnanosť výraznejšie prekročí v danej krajine svoj dlhodobější priemer (napr. o viac ako 1 percentuálny bod). Toto nastavenie by lepšie limitovalo morálny hazard, pretože politické náklady spojené s prípadnou hlbšou recesiou by mali udržať relatívne zdravé motivácie na úrovni štátov. Vyššie uvedené nastavenie systému by v porovnaní s plnohodnotnou európskou schémou bolo lepšie koncentrované na výraznejšie šoky.

²³ Na druhú stranu, politicky menej prijateľnejšia môže byť skutočnosť, že transfery prebiehajú medzi jednotlivými krajinami a nie priamo jednotlivcom

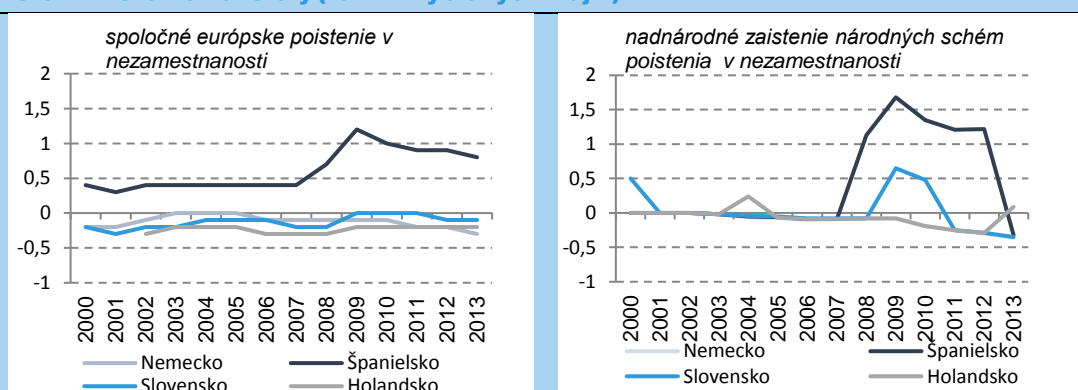
Box 4: Európske spoločné poistenie nezamestnanosti vs. európske zaistenie národných schém

Viaceri autori poukázali na relatívnu úspešnosť stabilizácie šokov prostredníctvom plnohodnotnej schémy európskeho poistenia aj systému nadnárodného zaistenia národných schém. Hlavným rozdielom medzi oboma variantmi je výška transferov počas jednotlivých rokov ekonomického cyklu a ich distribúcia medzi členskými štátmi. Na základe simulátoru dostupného na stránkach bruselského think-tanku Bruegel²⁴ je možno pozorovať ex - post, ako by sa vyvíjali transfery pri jednotlivých typoch schém za roky 2000 až 2013.

Kým v prípade nadnárodného zaistenia by počas rokov 2000 až 2013 došlo k spusteniu transferov len v 13 prípadoch, spoločné európske poistenie by fungovalo neprestajne, absorbujúc minimálne fluktuácie aj v "dobrých časoch" v predkrízových rokoch. Systém zaistenia by si zároveň vyžiadal nižšie štandardné príspevky od členských štátov, pričom transfery by boli koncentrované najmä na obdobie finančnej krízy len v krajinách, kde krátkodobá nezamestnanosť prekonalala svoj dlhodobější priemer (s najväčšími transfermi pre Španielsko, Grécko, Írsko a Portugalsko, Estónsko, Slovensko a Slovinsko po vypuknutí krízy).

Keďže variant zaistenia aktivuje transfery len pri výrazných výkyvoch nezamestnanosti, v časoch recesie pôsobí proti – cyklickejšie. Napr. Španielsko by v rokoch 2008 až 2013 dostalo zo schémy zaistenia transfer vyšší o približne 1 % HDP oproti spoločnému európskemu poisteniu. Pri daných kritériách by bol variant zaistenia zároveň finančne udržateľnejší, s miernym akumulovaným prebytkom (0,2 % HDP) do 2013²⁵. Spoločné európske poistenie by sa naopak dostalo do mierneho deficitu vo výške 0,3 % HDP.

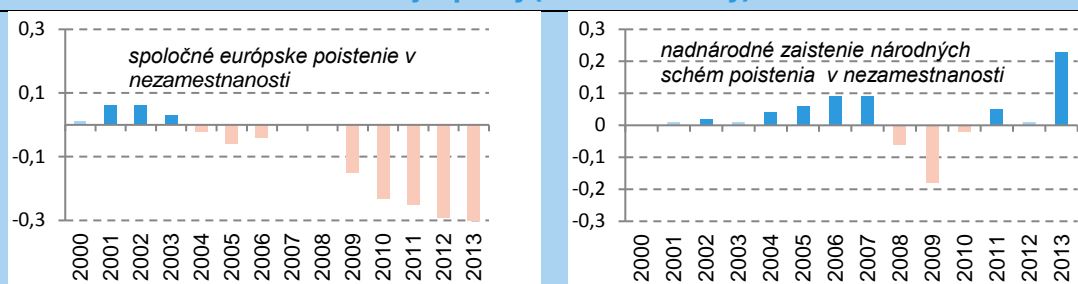
Graf 7: Fiškálne transfery (% HDP vybraných krajín)



²⁴ Simulácia neberie do úvahy dynamické efekty (Bruegel, 2014b).

²⁵ Tento fakt je spôsobený tým, že v jednotlivých štátoch sa pohyblivý 5-ročný priemer krátkodobej nezamestnanosti v krízových rokoch postupne zvyšuje, čo pri následnom oživení ekonomiky vedie k poklesu nezamestnanosti oproti predošlému priemeru, a tým aj k postupnému splácaniu transferu.

Graf 8: Kumulatívne saldo fiškálnej kapacity (% HDP eurozóny)



Zdroj: Vlastné simulácie na základe „Do it yourself European Unemployment Insurance“ (Bruegel, 2014b)
Predpoklady simulácie: 1) miera náhrady - 50 % (pre obe schémy); 2) konštantné jednotné príspevky pre členské štáty; 3) spúšťač transferov pri systéme zaistenia - prekročenie krátkodobej nezamestnanosti o 1 p.b. oproti predošlému päť - ročnému priemeru; 4) zapojenie do schémy - len štáty eurozóny,

Aj keď systém zaistenia národných schém je možno implementovať aj bez ich harmonizácie naprieč krajinami, konvergencia aspoň k minimálnym spoločným štandardom²⁶ je žiaduca pre zaistenie dostatočnej stabilizačnej schopnosti a zmiernenie morálneho hazardu. Tento predpoklad by mal zaručiť, aby transfer, ktorý krajina dostane v hospodárskom prepade, bol skutočne použitý na proti - cyklickú reakciu. Obmedzenie morálneho hazardu a väčšiu politickú priechodnosť je tiež možno dosiahnuť podmienkou vyrovnanej pozície členských štátov voči fondu zo strednodobého pohľadu²⁷ (tzv. “clawback” alebo “experience rating” mechanizmy).

Oproti návrhu autorov CEPS (pravidelné každoročné príspevky) by bolo tiež vhodné zvážiť symetrickosť príspevkov voči spoločnej kapacite. To by v praxi znamenalo, že aj príspevky do fondu by záležali na cyklickej pozícii danej krajiny, aby sa nezmierňovali len silné cyklické hospodárske prepady, ale aj výraznejšie prehrievanie ekonomiky. Týmto spôsobom by sa však zrejme postupovalo, až po úvodnej akumulácii zdrojov do spoločnej kapacity.

5 Podmienky pre zavedenie a fungovanie fiškálnej kapacity

Komplementom väčšieho zdieľania fiškálnych rizík musia byť zodpovedné národné rozpočtové politiky a štrukturálne reformy na národnej úrovni. Spoločná fiškálna kapacita nemôže byť všeliekom. Rovnako ako v bankovej únii, zdieľanie rizík spoločnými federálnymi nástrojmi by malo ísť ruka v ruke s ich znižovaním.

Národné rozpočtové politiky by mali prispieť k dlhodobu udržateľnej fiškálnej pozícii, vytvoreniu vankúša na stabilizáciu bežných fluktuácií v ekonomickom cykle a lepšej prevencii budúcich nerovnováh. Hoci pôvod dlhovej krízy nebol primárne výsledkom ľahkovážnych rozpočtových politík (Baldwin et al, 2016), viaceré krajiny sa neplnením fiškálnych pravidiel v predkrízových „dobrých časoch“ pripravili o manévrovací priestor potrebný na stabilizáciu svojich ekonomík počas krízového obdobia²⁸. Zodpovedná fiškálna politika zároveň plní dôležitú úlohu pri prevencii nerovnováh, pretože samotné divergujúce bilancie hospodárenia jednotlivých štátov

²⁶ Predovšetkým z pohľadu pokrytia schémy nezamestnaných

²⁷ Preferovanou možnosťou je rozloženie splácania na dlhšie obdobie, aby členský štát nemusel prispievať veľkú časť prostriedkov do spoločnej kapacity počas hlbokéj fázy recesie, čo by mohlo krízu znásobiť.

²⁸ V prípade, že by nastavenie fiškálnej politiky bolo v predkrízových rokoch v súlade s Paktom stability a rastu proti - cyklickejšie, eurozóna by v roku 2008 vstupovala do krízy s hrubým verejným dlhom pod hranicou 60 % HDP, 10 p.b. pod skutočnou úrovňou. (Eyraud, 2015)

zvyšujú riziko vzniku asymetrických šokov (Darvas et al, 2005). Prístup k fiškálnej kapacite by mal byť preto v eurozóne podmienený striktným plnením pravidiel Paktu stability a rastu a prípadne aj nastavením minimálnych štandardov pre dostatočne proti - cyklickú národnú fiškálnu politiku.

Fiškálne transfery by zároveň nemali nahrádzať implementáciu štrukturálnych reforiem, ktoré sú kľúčové pre lepšie fungovanie trhových absorpčných mechanizmov, zníženie fiškálnych rizík a zvýšenie dlhodobého potenciálneho rastu ekonomiky. Fiškálne riziká nemusia nutne vychádzať zo zlej rozpočtovej pozície, ale môžu byť výsledkom štrukturálnych problémov na trhu práce vedúcim k strate konkurencieschopnosti a následne k makroekonomickým nerovnováham. Štrukturálne reformy zároveň pomáhajú posilňovať prispôsobovacie mechanizmy pri permanentných ponukových šokoch, s ktorými si proti - cyklická politika (ani vo forme spoločnej fiškálnej kapacity) nedokáže poradiť. V neposlednej rade, štrukturálne reformy sú dôležité pre obnovenie hospodárskeho rastu a konvergencie medzi jednotlivými členskými krajinami. Bez reforiem zvyšujúcich produktivitu práce, konkurencieschopnosť a zmiernenie následkov starnúcej populácie bude eurozóna čeliť rizikám dlhodobého nízkeho hospodárskeho rastu aj v nasledujúcich dekádach. Jedným z riešení je preto podnietiť prístup k fiškálnej kapacite aj plnením minimálnych štandardov v štrukturálnych oblastiach²⁹. Obzvlášť dôležité je zvýšenie cezhraničnej mobility a zníženie nepružnosti na európskom trhu práce, aby sa prípadné nerovnováhy medzi jednotlivými členskými štátmi vyrovnávali rýchlejšie.

²⁹ Nastavenie minimálnych štandardov by mohlo vychádzať zo zvýšeného dôrazu na benchmarking o definovanie najlepších praktík v oblasti zvyšovania konvergencie, v súlade s obsahom Správy piatich prezidentov.

6 Záver

V poslednej dobe sa v akademických kruhoch formuje zhoda na potrebe fiškálneho stabilizačného nástroja na úrovni eurozóny. Centralizovaná menová politika bez spoločných nástrojov rozpočtovej politiky môže len ťažko fungovať. Napriek tomu, že dobudovanie bankovej a kapitálovej únie môže mať z pohľadu stabilizácie väčší význam, dobre fungujúca menová únia potrebuje na cezhraničné zmiernenie hospodárskych šokov okrem trhových nástrojov aj verejný kanál.

Diskusia o optimálnej podobe spoločného fiškálneho poistenia začína napriek pomerne zložitej politickej situácii Európy už v súčasnosti, paralelne s ostatnými dôležitými témami. Názory členských štátov sa však v otázke spoločných fiškálnych nástrojov značne líšia. Kým jedna skupina štátov uprednostňuje lepšiu implementáciu existujúcich pravidiel a rámcov, iné členské krajiny zdôrazňujú urgentnosť vytvorenia nástrojov na cezhraničné zdieľanie rizík z neočakávaných makroekonomických šokov. Tieto ciele však nemusia byť nutne protichodné. Naopak, efektívny a jednoduchý nástroj zaistenia voči vysokým prepadom nezamestnanosti môže zlepšiť implementáciu európskych rozpočtových pravidiel nahradením diskutabilných a nejasných flexibilit, ktoré v eurozóne podkopávajú dôveru. Prístup k automatickému stabilizačnému nástroju s nastavením určitej kondicionality môže zároveň motivovať krajiny k realizácii potrebných štrukturálnych reforiem a dodržiavaniu rozpočtových pravidiel. Stabilita v menovej únii je skutočným spoločným verejným statkom všetkých členských štátov.

Použitá literatura

Alcidi, C, N. Määttänen a G. Thirion. (2015) "Cross-Country Spillover Effects and Fiscal Policy Coordination in EMU?", FIRSTRUN Deliverable 1.1

Allard, C., P. K. Brooks, J. C. Bluedorn, F. Bornhorst, F. Ohnsorge and K.M. Christopherson (2013) "Toward a Fiscal Union for the Euro Area", IMF Staff Discussion Note, September 2013.

Auerbach, A., a Y. Gorodnichenko (2012), "Fiscal multipliers in recession and expansion," in A Alesina and F Giavazzi (eds.), Fiscal Policy after the Financial Crisis, Chicago, University of Chicago Press, 63-98

Beblavý, M., D. Gros a I. Maselli (2015) "Reinsurance of national unemployment benefit schemes", CEPS working document 401, January 2015

Bénassy – Quéré A., Ragot X a G. Wolff (2016) "Which fiscal union for the euro area?", Bruegel Policy Contribution

Caudal, N., N. Georges, V. Grossmann-Wirth, J. Guillaume, T. Lellouch and A. Sode., et al (2013) "A budget for the euro area", TRÉSOR-ECONOMICS, October 2013

Claeys G., Darvas Z. a G. Wolff (2014a) "Benefits and Drawbacks of Unemployment Insurance Scheme", Bruegel Policy Brief, September 2014

Claeys, G., S. Ganem, P. Hüttl a T. Walsh (2014b) „Do it yourself: European unemployment insurance”, Bruegel blog

Baldwin et al (2016) "Rebooting the Eurozone: Step 1 – agreeing a crisis narrative", CEPR Policy Insight No 85

Belke A. a D. Gros (1998). "Asymmetric shocks and EMU: Is there a need for a stability fund?," *Intereconomics- Review of European Economic Policy*, Springer; German National Library of Economics; Centre for European Policy Studies (CEPS), vol. 33(6), pages 274-288,

Blanchard, O., C. J. Erceg a J. Lindé (2015) "Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?" Working Paper no. 21426, NBER

Blanchard, O., P. Mauro a J. Acalin (2016) "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today?" Policy Brief, Peterson Institute for International Economics

Blanchard, O., a L. Summers (1986) "Hysteresis and the European Unemployment Problem" Working Paper no. W1950, NBER

Buti, M. a V. Gaspar (2015), "Designing fiscal policy for steady, enduring growth", VOXeu,

Carnot N., P. Evans, S. Fatica a G. Mourre (2016) "Income insurance: a theoretical exercise with empirical application for the euro area" March 2016

Christiano, L., M. Eichenbaum, a S. Rebelo (2011), "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*, Vol 119(1) : 78-121.

- Darvas Z, A. Rose a G. Szapáry (2005). "Fiscal Divergence and Business Cycle Synchronization: Irresponsibility is Idiosyncratic," NBER Working Papers 11580, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Dullien, S. (2013) "A common unemployment insurance system for the euro area", DIW Economic Bulletin, 3(1).
- De Grauwe, P. and J. Yuemei (2013) "Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test", Journal of International Money and Finance, 34. pp. 15-36. ISSN 0261-5606
- ECB (2016) "ESCB Public Finance Report 2016" June 2016
- Enderlein, H., L. Guttenberg a J. Spiess (2013) "Blueprint for a cyclical shock insurance in the euro area", Jacques Delors Institute,
- Európska Komisia (2015) "Report of the Study on the Role of Public Finance in European Integration", Commission of the European Communities, April 1977
- Európska Komisia (2016) "Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Vol.14, No.4", Európska Komisia, January 2016
- Európska Komisia (1977) "Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact", European Commission Communication, January 2015
- Eyraud, L. a T. Wu (2015) "Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe", IMF Working Paper, March 2015.
- Farhi, E. a I. Werning (2012) "Fiscal Unions", NBER Working Paper No. 18280
- Feldstein, M., a C. Horioka (1980): "Domestic saving and international capital flows," Economic Journal, 90, 314–329.
- Furceri, D. a A. Zdzienicka, 2013, "The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?", IMF Working Paper
- Gros, D. (2014) "A fiscal shock absorber for the Eurozone? Lessons from the economics of insurance," VOXeu, 19 March
- Hebous, S. a A. Weichenrieder (2015) "Towards a fiscal union? On the acceptability of a fiscal transfer system in the Eurozone", SAFE Policy Center, House of Finance, Goethe University, White paper No. 28.
- Holland D. a J. Portes (2013) "Self – defeating austerity" NIESR, OFCE seminar, February 2013, dostupné na:
<http://www.niesr.ac.uk/sites/default/files/publications/ofcefiscal2013.pdf>
- Italianer, A. a M. Vanheukelen (1992) "Proposals for community stabilization mechanisms: Some historical applications", in "The economics of community public finances", European Economy, special issue.
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi and M. Schulz (2015) "Completing Europe`s Economic and Monetary Union", Európska Komisia, June 2015
- Marcellino, M. a A. Musso (2011) "The reliability of real-time estimates of the euro area output gap", EUI Working Papers

Mundell, R. (1961) "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, 51 (4): 657-65

Musgrave, R. and P. Musgrave (1989) "Public Finance in Theory and Practice", McGraw Hill

Larch, M. and A. Turrini (2009) "The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship", European Commission

Oates, W. (1968) "The Theory of Public Finance in a Federal System", *Canadian Journal of Economics*, 1968, vol. 1, issue 1

Ramey, G. and V. Ramey (1995), "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", *American Economic Review* 85: 1138-51.

Tabellini, G. (2015) "Which fiscal union?" VOXeu,

D. Valiante (2016) "Europe's Untapped Capital Market: Rethinking financial integration after the crisis", Final Report of the European Capital Markets Expert Group, CEPS, February 2016

J. Veld (2013) "Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core" , October 2013