

Euroval: Sedem rokov po. Malo jeho vytvorenie zmysel?

Odbor európskych politík | Jana Franeková | Bratislava | 17. 7. 2017

V júni tohto roka uplynulo sedem rokov od založenia európskeho mechanizmu pre stabilitu - tzv. eurovalu. Téma záchranného fondu, ako sa euroval tiež nazýva, rezonuje aj v súčasnosti, a to najmä v súvislosti s nedávnym schvaľovaním tretej tranže úveru pre Grécko.

Euroval vznikol ako reakcia na neúnosnú dlhovú situáciu v niektorých štátoch eurozóny, do ktorej sa dostali v dôsledku finančnej krízy. Makroekonomické nerovnováhy, spolu s nedostatočným hospodárskym a bankovým dohľadom, sa postupne premietli do vysokej zadlženosti jednotlivých krajín, ktoré následne stratili prístup na finančné trhy. To prakticky znamenalo stratu schopnosti financovať chod štátu.

Úlohou eurovalu bolo poskytnúť týmto krajinám finančnú pomoc podmienenú plnením tzv. stabilizačného programu. V ňom im medzinárodné inštitúcie naordinovali mix opatrení s cieľom ozdraviť ekonomický stav krajiny. Zjednodušene povedané, hlavnou myšlienkou bolo poskytnúť záchranný balík peňazí za balík reforiem.

Sedem rokov od vzniku eurovalu je dostatočne dlhá doba na posúdenie výsledkov. Ako sa záchranný mechanizmus zhostil svojej úlohy? Ktoré krajiny, okrem Grécka, dostali úver? Prispela účasť dlžníckych krajín v stabilizačných programoch k tomu, aby prijímali potrebné reformy?

Euroval: O čo ide?

Keďže štáty eurozóny majú jednotnú menu a spoločnú centrálnu banku, nemôžu si individuálne nastaviť monetárnu ani menovú politiku. Keďže finančná kríza nezasiahla všetky krajiny eurozóny rovnako, jednotná monetárna a menová politika nebola ideálna pre každú krajinu. Krajiny najviac zasiahnuté krízou potrebovali viac expanzívnu politiku (napr. výraznejšie zníženie základnej úrokovej miery alebo nákup väčšieho objemu cenných papierov centrálnou bankou). Keďže používajú euro, nemohli devalvovať menu. Monetárna ani menová politika pre ne nefungovali ako dostatočné mechanizmy na stabilizáciu ekonomiky, čím sa ich ekonomická situácia zhoršovala a viac sa zadlžovali.¹

Členské štáty preto pristúpili k vytvoreniu spoločného stabilizačného mechanizmu. Jeho úlohou bolo urýchlene zlepšiť finančnú situáciu krízou zasiahnutých členských štátov a zároveň donútiť dlžníkov prijímať reformy potrebné na odstránenie štrukturálnych problémov, kvôli ktorým sa do dlhovej krízy dostali.

Zo strany EÚ však nešlo iba o solidaritu. Hlavným cieľom eurovalu bolo zachovať finančnú stabilitu eurozóny. Finančné ťažkosti v jednom členskom štáte eurozóny totiž môžu mať výrazný negatívny dopad na ekonomickú situáciu a finančný sektor aj v ostatných členských štátoch. Okrem toho predpísané štrukturálne reformy mali za cieľ zvýšiť konvergenciu členských štátov v menovej únii a zlepšiť tak fungovanie a efektivitu monetárnej politiky aj v prípade budúcich hospodárskych kríz.

V roku 2010 vznikla prvá verzia eurovalu, tzv. dočasný euroval EFSF (*European Financial Stability Facility*), ktorý fungoval po dobu troch rokov. EFSF bol od začiatku považovaný za dočasné krízové riešenie a bol urýchlene vytvorený ako akciová spoločnosť podľa luxemburského práva. Od roku 2011 sa začalo pracovať na tom, aby euroval pre eurozónu dostal trvalú podobu. Ministri financií sa dohodli na vytvorení novej medzivládnej organizácie s úverovou kapacitou 500 mld. Eur. V roku 2013 tak začal fungovať trvalý euroval ESM (*European Stability Mechanism*)², ktorý nahradil EFSF.

¹ Ďalším mechanizmom na stabilizáciu ekonomiky je fiškálna politika - to znamená, že vláda zvýši svoje výdavky a investície, aby podporila ekonomický rast. Na to si však väčšinou potrebuje požičať prostriedky na finančných trhoch. Avšak čím viac sa štát zadlžuje, tým sa znižuje dôvera finančných trhov v jeho schopnosť splácať. Čo v extrémnom prípade môže viesť až k úplnej strate prístupu na finančné trhy.

² Podrobnejšie informácie o dôvodoch vzniku a princípoch fungovania EFSF a ESM nájdete na stránke [MF SR](#)

Ako euroval funguje?

Princípom fungovania záchranného mechanizmu je možnosť výhodne si požičať prostriedky na finančnom trhu. Za týmto účelom vydáva ESM dlhopisy. Keďže za tieto cenné papiere sa ručí kapitálom, ktorý sa štáty eurozóny zaviazali splatiť v prípade potreby, dlhopisy sú investormi považované za mimoriadne bezpečné. Vďaka tomu sa predávajú lacno, t. j. s veľmi nízkym úrokovým výnosom. Prostriedky získané z predaja dlhopisov môže ESM následne poskytnúť štátu v ťažkostiach, ktorý by sa sám na trhu nedokázal financovať.

Programové krajiny svoje dlhy postupne splácajú, čím ESM získava prostriedky na vyplatenie dlhopisov.³ To znamená, že ESM financuje poskytnuté úvery na finančných trhoch, nejedná sa o transfery prostriedkov z národných rozpočtov členských krajín.

Finančná pomoc nie je poskytovaná zadarmo. Jedná sa o úver, ktorý musí byť splatený vrátane úrokov a poplatkov. Okrem toho je vyplatenie pomoci prísne podmienené plnením stabilizačného programu. V ňom medzinárodné inštitúcie Európska komisia (EK), Európska centrálna banka (ECB) a Medzinárodný menový fond (IMF) stanovujú opatrenia, ktoré sú potrebné na ozdravenie verejných financií a nápravu štrukturálnych problémov v ekonomike. Vláda každej krajiny, ktorá dostane pomoc zo záchranného mechanizmu, sa tak zaviazuje prijať mnohé fiškálne a štrukturálne reformy.

Dlžníci a reformy

EFSF počas svojho trojročného pôsobenia poskytol finančnú pomoc trom členským krajinám eurozóny - Grécku, Írsku a Portugalsku. Celková suma poskytnutej pomoci z EFSF dosiahla sumu 174,6 mld. Eur. ESM zatiaľ poskytol pomoc rovnako trom krajinám - Španielsku, Cypru a Grécku - v celkovej sume 77,3 mld. Eur.

Tab. č. 1 Prehľad poskytnutej pomoci z EFSF

Členský štát	Vyplatené prostriedky (mld. Eur)	Začiatok čerpania	Koniec čerpania
Írsko	17,7	2010	2013
Portugalsko	26	2011	2014
Grécko	130,9	2012	2015

Zdroj: MF SR

Všetky programové krajiny, s výnimkou Grécka⁴, postupne získali prístup na finančné trhy a po troch rokoch vystúpili zo stabilizačných programov. Aj po ukončení programu krajiny naďalej podliehajú monitorovaniu zo strany inštitúcií EK, spolu s ECB, dvakrát ročne vyhodnotia, či nie sú potrebné dodatočné reformné opatrenia. V tomto období však krajiny už nie sú viazané podmienkami poskytnutej pomoci. Rozhodovanie o reformách je plne v rukách národnej vlády a medzinárodné inštitúcie majú len poradný hlas. Monitorovanie bude prebiehať dovtedy, kým programová krajina nesplätí aspoň 75% poskytnutej pomoci. V súčasnosti splácajú dlžníci úroky zo svojich pôžičiek. Španielsko dokonca predčasne splätilo aj 7,6 mld. Eur z istiny dlhu.

Podľa hodnotiacej správy ESM⁵, účasť v programoch jednoznačne pomohla programovým krajinám vrátiť sa späť na finančné trhy. Makroekonomické výsledky však mierne zaostali za očakávaniami. A to hlavne z toho dôvodu, že na realizáciu pozitívnych dôsledkov štrukturálnych reforiem je treba viac času. Štandardné trojročné programové obdobie predstavovalo výrazný impulz pre reformné úsilie.

³ Keďže splatnosť pôžičiek je dlhšia ako splatnosť dlhopisov, úvery sú financované pomocou viacerých emisií dlhopisov. To znamená, že na vyplatenie splatných krátkodobých dlhopisov ESM získava prostriedky vydaním nových dlhopisov (tzv. roll over), až kým nenadobudnú splatnosť aj pôžičky a ESM použije na vyplatenie dlhopisov peniaze vrátené od programových krajín.

⁴ Grécko dosiahlo čiastočný návrat na finančné trhy koncom roka 2014, kedy uskutočnilo dve emisie 5-ročných dlhopisov. Kvôli politickej kríze v roku 2015 však dôveru trhov opäť stratilo.

⁵ [Evaluation Report on EFSF/ESM financial programmes](#)

Tab. č. 2 Prehľad poskytnutej pomoci z ESM (k 30. 6. 2017)

Členský štát	Vyplatené prostriedky (mld. Eur)	Začiatok čerpania	Koniec čerpania
Španielsko	41,3	2012	2013
Cyprus	6,3	2013	2016
Grécko	29,7	2015	2018

Zdroj: MF SR

Avšak verejná a politická podpora reforiem opadla, akonáhle krajiny opätovne získali prístup na finančné trhy.

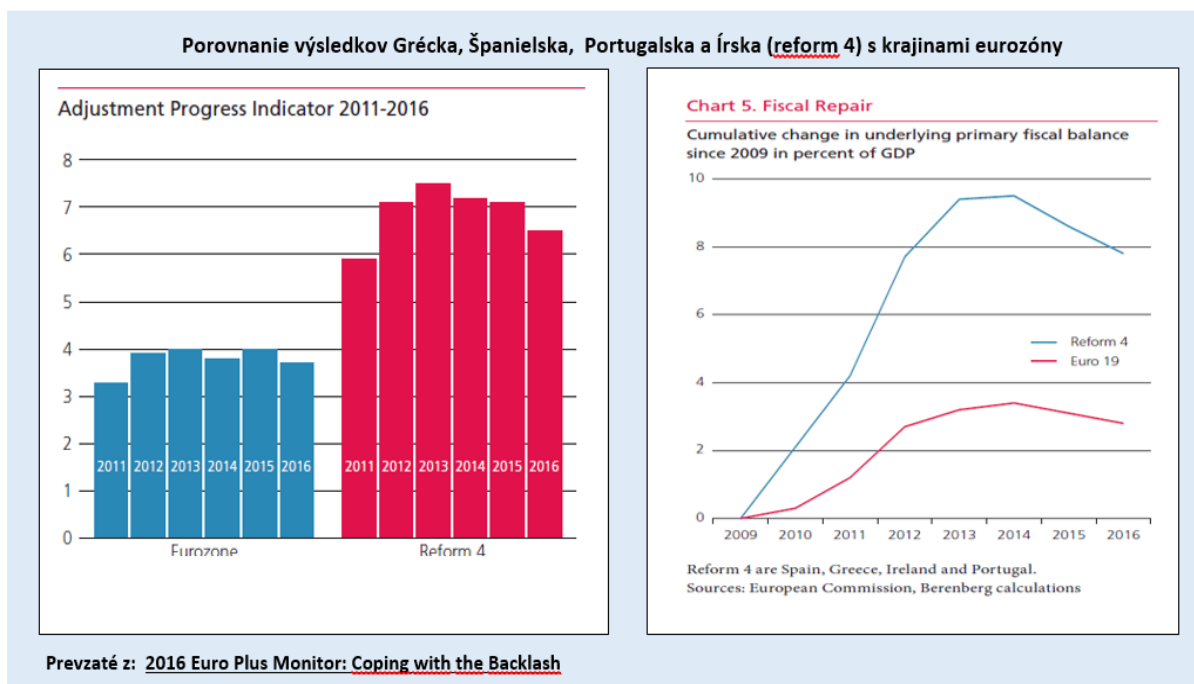
Záver, že programové krajiny reformujú, lebo musia a po vystúpení z programu reformné úsilie spomaľujú, potvrdzujú aj rebríčky „Top reformátorov“, ktoré zostavuje think tank *Lisbon Council*⁶. Tzv. *Reform Drive Indicator* vychádza z údajov OECD a odzrkadľuje mieru reakcie krajiny na odporúčania OECD. Druhým indikátorom je tzv. *Adjustment Progress Indicator*, ktorý vyjadruje pokrok, ktorý ekonomika dosahuje v procese ozdravovania. Tento indikátor zahŕňa zmenu fiškálnej pozície, zmenu v externých účtoch, zmenu v mzdových nákladoch a štrukturálne reformy.

Podľa zostavených rebríčkov patria krajiny, ktoré dostali finančnú pomoc z eurovalu, medzi najväčších reformátorov v rámci EÚ. V období rokov 2010 až 2013 reformovali závažným tempom. Grécko Španielsko, Portugalsko a Írsko reagovali na odporúčania OECD najviac zo všetkých členských krajín eurozóny⁷.

Programové krajiny tiež dosiahli najvýraznejšie zlepšenie fiškálnej pozície spomedzi hodnotených krajín v období rokov 2009 - 2016. Aby dostali svoje rozpočty pod kontrolu, museli pristúpiť k enormným úsporným opatreniam. Zvyšovali dane, znižovali sociálne dávky, vo verejnom sektore sa prepúšťalo a znižovali sa platy. To všetko v období vysokej nezamestnanosti.

V štrukturálnej oblasti boli potrebné reformy zamerané na posilnenie ekonomického rastu, zlepšenie konkurencieschopnosti a tvorbu pracovných miest. Dôležitým mechanizmom na posilnenie konkurencieschopnosti bol pokles mzdových nákladov. V žiadnej inej krajine EÚ - okrem programových - sa nominálne mzdové náklady v období rokov 2009-2016 neznížili. V Írsku od roku 2009 poklesli jednotkové náklady práce o 14,9%, v Grécku o 10,9%, na Cypre o 7,5%, Portugalsku o 5% a v Španielsku o 4,9%.

Od roku 2014 však môžeme vo všetkých programových krajinách pozorovať postupné spomaľovanie reformného úsilia. V prípade Írska a Španielska (v menšej miere pri Portugalsku), sa to dá odôvodniť aj tým, že stav ich ekonomiky sa zlepšil. Stále však platí, že reformy neboli dotiahnuté úplne do konca a nie všetky problémy sa podarilo odstrániť.



⁶ V publikácii [2016 Euro Plus Monitor: Coping with the Backlash](#)

⁷ Cyprus nie je v tomto rebríčku zahrnutý, nakoľko nie je členským štátom OECD.

Situácia v súčasnosti

Dnes môžeme konštatovať, že eurozóna je v lepšej finančnej kondícii než pred založením záchranného mechanizmu. V rámci EÚ sa zlepšila koordinácia hospodárskych politík a sprísnil podmienky bankového dohľadu.

V krajinách, ktoré zodpovedne pristúpili k zavádzaniu opatrení v podobe štrukturálnych reforiem a fiškálnej konsolidácie, sa postupne prejavujú pozitívne výsledky. Írsko, Španielsko a Cyprus pokračujú v stabilnom ozdravovaní. Portugalská ekonomika rastie tiež, aj keď pomalším tempom. Nezamestnanosť v týchto krajinách klesá. Cypru, Írsku a Portugalsku sa v roku 2016 podarilo udržať rozpočtový deficit pod úrovňou 2%. Írsko, Španielsko a Portugalsko dosiahli prebytok bežného účtu platobnej bilancie.

Grécko zostáva aj naďalej špecifickým problémom. Grécko vstupovalo do programu v oveľa horšej kondícii ako ktorákoľvek iná krajina. Finančná kríza umocnila dlhodobu pretrvávajúcu vnútornú štrukturálne problémy a nízku konkurencieschopnosť ekonomiky. Napriek enormnému reformnému úsiliu sa Grécku zatiaľ nepodarilo ukončiť stabilizačný program. Pozitívne výsledky sa prejavili najmä v oblasti zamestnanosti a znižovaní nadmerného deficitu. O tom, že Grécko postupne dostáva verejné financie pod kontrolu, hovorí aj hodnotenie EK, vďaka ktorému by malo Grécko v najbližších týždňoch vystúpiť z procedúry nadmerného deficitu. Grécko sa však od začiatku krízy musí vyrovnávať aj s politickou nestabilitou, ktorá komplikuje zavádzanie reforiem. Na to, aby sa mu podarilo zabezpečiť dlhodobú udržateľnosť verejných financií, musí Grécko uskutočniť dodatočné penzijné a daňové reformy, ozdraviť bankový sektor, prijať opatrenia na zlepšenie konkurencieschopnosti a zlepšiť efektívnosť verejného sektora.

Implementácia reforiem je problematická práve preto, že jej výsledky sa dostavia až v nasledujúcich volebných obdobiach. Zavádzanie potrebných, avšak bolestivých reforiem, je preto politicky citlivé. Výsledky sedemročného pôsobenia eurovalu naznačujú, že v tomto bode môže euroval zohrávať pozitívnu úlohu. Keďže poskytnutie pomoci je podmienené plnením stabilizačného programu, môže pôsobiť ako katalyzátor pre prijímanie nevyhnutných, ale ťažko presaditeľných reforiem. Členské štáty zadlžené natoľko, že si nedokážu požičať na trhoch, môžu získať finančnú injekciu výmenou za to, že už nebudú reformy odkladať.

Existencia stabilizačného mechanizmu v rámci eurozóny teda môže slúžiť nielen na stabilizáciu jednotnej meny, ale aj ako užitočný nástroj pri náprave makroekonomických nerovnováh. Platí však, že podmienky stabilizačného programu by mali byť správne nastavené a ich plnenie prísne dohliadané. Finančná pomoc sama o sebe - bez výrazného konsolidačného a reformného úsilia - očakávané výsledky neprinesie.



Prílohy:

Rebríček krajín EÚ podľa Adjustment Progress Indicator

Rank		Country	Total score			External adjustment			Fiscal adjustment			Labour cost adj.			Reform drive		
2016	2015		2016	Change	2015	2016	Change	2015	2016	Change	2015	2016	Change	2015	2016	Change	2014
1	1	Greece	7.9	-0.6	8.5	7.5	0.1	7.4	9.0	0.1	8.9	7.3	-0.3	7.6	7.7	-2.3	10.0
2	2	Ireland	7.3	-0.5	7.8	7.0	0.2	6.9	6.9	-0.2	7.1	9.2	0.0	9.2	6.0	-2.0	7.9
3	4	Latvia	6.8	-0.2	7.0	9.4	0.0	9.4	6.9	0.1	6.8	4.1	-0.7	4.8	n.a.	n.a.	n.a.
4	3	Romania	6.4	-0.8	7.2	7.1	-0.4	7.5	7.0	-1.9	8.9	5.0	-0.1	5.1	n.a.	n.a.	n.a.
5	6	Portugal	6.1	-0.4	6.6	6.2	0.3	5.9	6.3	-0.2	6.6	5.8	0.0	5.8	6.3	-1.8	8.0
6	5	Spain	6.1	-0.7	6.9	7.2	0.2	7.0	5.4	-1.0	6.4	5.4	-0.4	5.7	6.5	-1.9	8.3
7	8	Cyprus	6.0	0.0	6.1	4.8	0.5	4.3	6.3	-1.2	7.5	6.9	0.5	6.4	n.a.	n.a.	n.a.
8	7	Lithuania	5.5	-0.8	6.2	7.8	0.4	7.5	6.3	-0.3	6.5	2.3	-2.4	4.6	n.a.	n.a.	n.a.
9	10	Slovenia	5.0	-0.4	5.3	7.1	0.4	6.7	4.8	-0.4	5.1	4.6	-0.2	4.8	3.4	-1.4	4.8
10	11	Slovakia	4.9	-0.2	5.1	7.1	0.9	6.2	6.4	0.1	6.3	2.1	-0.7	2.8	4.3	-0.8	5.1
11	12	Croatia	4.9	0.0	4.9	6.4	0.1	6.3	4.0	0.2	3.8	4.2	-0.3	4.6	n.a.	n.a.	n.a.
12	9	Estonia	4.8	-0.6	5.4	6.9	-0.7	7.6	2.5	0.5	2.0	4.3	-0.6	4.9	5.6	-1.5	7.1
13	13	Czech Republic	4.8	0.1	4.7	6.1	0.4	5.7	7.3	0.1	7.2	1.1	-0.9	2.0	4.6	0.9	3.8
14	14	Poland	4.3	0.0	4.3	5.1	0.4	4.8	6.1	-0.7	6.8	0.8	0.4	0.4	5.3	0.0	5.3
15	16	Italy	3.9	0.1	3.8	4.0	0.0	4.0	3.3	-0.9	4.2	3.5	0.2	3.3	4.8	1.1	3.8
16	18	Bulgaria	3.9	0.3	3.6	8.1	0.5	7.6	3.6	0.4	3.1	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.
Euro 19			3.7	-0.3	4.0	4.2	-0.1	4.3	3.7	-0.4	4.2	2.5	0.1	2.4	4.4	-0.7	5.0
17	15	United Kingdom	3.7	-0.5	4.2	2.5	0.0	2.4	5.7	0.6	5.1	2.3	-1.1	3.4	4.1	-1.6	5.7
18	17	Hungary	3.4	-0.3	3.7	6.9	0.1	6.7	0.2	-0.4	0.6	2.5	-0.3	2.8	4.2	-0.5	4.8
19	19	Luxembourg	3.4	0.1	3.3	4.5	0.2	4.3	1.6	-0.2	1.8	6.1	0.2	5.9	1.4	0.4	1.1
20	20	Netherlands	3.4	0.2	3.2	5.1	0.1	5.0	3.4	0.5	2.9	1.7	-0.5	2.2	3.1	0.5	2.6
21	24	France	3.0	0.0	3.0	2.5	-0.3	2.9	3.8	0.0	3.8	1.6	0.0	1.6	4.0	0.4	3.6
22	21	Malta	3.0	-0.1	3.1	4.2	-0.1	4.3	2.5	0.5	2.0	2.1	-0.8	2.9	n.a.	n.a.	n.a.
23	22	Denmark	2.7	-0.4	3.1	3.5	0.2	3.3	0.7	0.6	0.1	2.4	-0.6	2.9	4.0	-2.0	6.0
24	23	Austria	2.7	-0.4	3.0	3.4	0.0	3.4	1.7	-1.3	3.0	1.2	0.3	0.9	4.3	-0.5	4.8
25	26	Belgium	2.4	0.2	2.3	4.3	0.4	3.9	0.7	-0.4	1.0	2.2	0.1	2.2	2.6	0.5	2.1
26	25	Germany	2.0	-0.3	2.4	3.3	-0.1	3.4	1.7	-1.6	3.3	0.7	0.0	0.7	2.4	0.4	2.0
27	27	Finland	1.9	-0.3	2.1	1.0	-0.1	1.1	0.0	0.0	0.0	2.5	0.2	2.2	3.9	-1.3	5.2
28	28	Sweden	1.6	-0.3	1.9	2.2	-0.2	2.4	0.0	0.0	0.0	1.1	0.3	0.8	3.2	-1.3	4.5

Rebríček krajín EÚ podľa „Reform Drive Indicator“

Rank		Country	Score		OECD reform responsiveness indicator		
2016	2014		Score	Change	Average 2010-2015	2014/2015	Average 2010-2013
1	1	Greece	7.7	-2.3	0.64	0.30	0.87
2	2	Spain	6.5	-1.9	0.54	0.30	0.70
3	3	Portugal	6.3	-1.8	0.53	0.30	0.68
4	4	Ireland	6.0	-2.0	0.50	0.25	0.67
5	5	Estonia	5.6	-1.5	0.47	0.27	0.60
6	8	Poland	5.3	0.0	0.44	0.44	0.45
7	16	Italy	4.8	1.1	0.41	0.55	0.32
8	15	Czech Republic	4.6	0.9	0.39	0.50	0.32
Euro 19			4.4	-0.7	0.37	0.28	0.42
9	11	Austria	4.3	-0.5	0.36	0.30	0.40
10	10	Slovakia	4.3	-0.8	0.36	0.25	0.43
11	11	Hungary	4.2	-0.5	0.35	0.28	0.40
12	7	United Kingdom	4.1	-1.6	0.35	0.14	0.48
13	17	France	4.0	0.4	0.34	0.39	0.31
14	6	Denmark	4.0	-2.0	0.34	0.08	0.50
15	9	Finland	3.9	-1.3	0.33	0.17	0.44
16	11	Slovenia	3.4	-1.4	0.28	0.10	0.40
17	14	Sweden	3.2	-1.3	0.27	0.10	0.38
18	18	Netherlands	3.1	0.5	0.26	0.33	0.22
19	19	Belgium	2.6	0.5	0.22	0.28	0.18
20	20	Germany	2.4	0.4	0.20	0.25	0.17
21	21	Luxembourg	1.4	0.4	0.12	0.17	0.09
		Bulgaria	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Croatia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Cyprus	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Latvia	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Lithuania	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Malta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Romania	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.