

FINANČNÁ STABILITA A POSILŇOVANIE HOSPODÁRSKEJ A MENOVEJ ÚNIE

FINANCIAL STABILITY AND STRENGTHENING ECONOMIC AND MONETARY UNION

ALENA LONGAUEROVÁ

Doc. Ing. Alena Longauerová, CSc., Puncový úrad SR, Medená 10, Bratislava, 00421903224600,
alena.longauerova@gmail.com

Abstract

Financial stability is essential for a healthy functioning of the economy both on a macro level and the micro level . The financial crisis had negative consequences on the increase in the debt ratio of most EU countries, followed by financial instability EU. EU to eliminate the consequences of the crisis, adopted a number of measures to stabilize the financial system of the EU. The article deals with the evaluation of the current EU financial stability and proposals for completing economic and monetary union.

Key words: *Financial stability, EU, debt ratio, financial union, financial system, Government Finance, quantitative easing, ECB, bank union, fiscal union*

1. Vplyv makroekonomických faktorov na finančnú stabilitu

Finančnú stabilitu chápeme ako dôležitý predpoklad pre zdravé fungovanie ekonomiky a to ako na makroúrovni tak mikroúrovni .

Makroekonomická situácia v Európe v máji 2015 bola poznačená pôsobením nasledujúcich stimulov a faktorov :

- prudkým poklesom cien ropy
- uvoľnením menovej politiky zo strany ECB
- nárastom reálnej hodnoty disponibilných príjmov
- zvýšením spotrebiteľskej dôvery, čo viedlo v sektore domácností k väčšiemu dopytu po tovaroch a službách
- nárastom dopytu po úveroch
- oživením v oblasti tvorby fixného kapitálu.

Rizikom a hrozbou stability je nízky nominálny rast (tempo rastu reálneho hrubého domáceho produktu v eurozóne v aktuálnom roku odhaduje iba na 1,5 % (podľa ECB). V nasledujúcich dvoch rokoch by sa táto dynamika mala postupne zvyšovať na 2,1 % (NBS, 2015).

Viacere krajiny pri tom čaká uskutočnenie ďalších fiškálnych reštrikcií. Finančná kríza mala negatívne dôsledky aj na zvýšenie miery zadlženosti väčšiny krajín EÚ.

Verejný dlh krajín EÚ sa počas krízy zvýšil. Súčasná ekonomická kríza v povojnovej európskej histórii oživila Keynesovský model podpory ekonomického rastu ako nástroja na riešenie problémov krízy. Dôvodom zvýšenia zadlženosti krajín EU bol pokles daňových príjmov , ale aj rast vládnych výdavkov na podporu rastu. Na rast verejného dlhu negatívne vplývala aj štátna pomoc pre finančný sektor. Štáty za účelom zvýšenia dôvery vo finančný sektor vydávali neobmedzené záruku za vklady, poskytovali dlhodobé pôžičky resp. majetkovo vstupovali do veľkých finančných inštitúcií (AIG, RBS, Dexia, ING, Fortisbank a ďalšie). Uvedené opatrenia boli spojené aj s následným dodaním likvidity bankám vo forme úverov od ECB.

Ďalším dlhodobým faktorom negatívne ovplyvňujúcim , nárast zadlženosti krajín EU je veková štruktúra obyvateľstva. Starnutie populácie vytvára tlak na verejné financie a vplyv tohto faktoru na zadlženosti niektorých krajín bol silnejší ako dopady krízy. Napr. zadlženosť Kanady a v Južnej Kórei bola viac ovplyvnená problémom vekovej štruktúry ako hospodárskou krízou . Z tohto dôvodu štáty okrem zadlženosti musia sledovať aj implicitné záväzky, ktoré sú rozdielom medzi očakávanými budúcimi výdavkami a príjmami subjektov verejnej správy, ktoré nie sú súčasťou dlhu verejnej správy. Ide najmä o záväzky v sektore sociálnych vecí, zdravotníctva a školstva, spojené so starnutím populácie.

Zadlženosť krajín Eurozóny narástla od r.2011 do r. 2014 z 85.8 % na 91.9 % a krajín EU z 80.9 % na 86,8 % napriek opatreniam , ktoré prijímala EU v súvislosti s ozdravením verejných financií.

Tabuľka 1: Zadlženosť krajín EU a Eurozóny (% z HDP)

	2011	2012	2013	2014
EA	85.8	89.1	90.9	91.9
EU	80.9	83.7	85.5	86.8

Zdroj: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/peeis>.

Dôležité okrem uvedených indikátorov podielu deficitu a zadlženosti je hodnotenie podielu deficitu vlády k príjmom štátneho rozpočtu. Uvedený ukazovateľ môže objektívnejšie postihnúť stabilitu vývoja verejných financií , nakoľko hodnotí výšku vládneho deficitu k príjmom štátneho rozpočtu. Uvedený ukazovateľ je ovplyvnený výškou príjmov čím je tento ukazovateľ nižší tým sú verejné financie stabilnejšie a zdravšie.

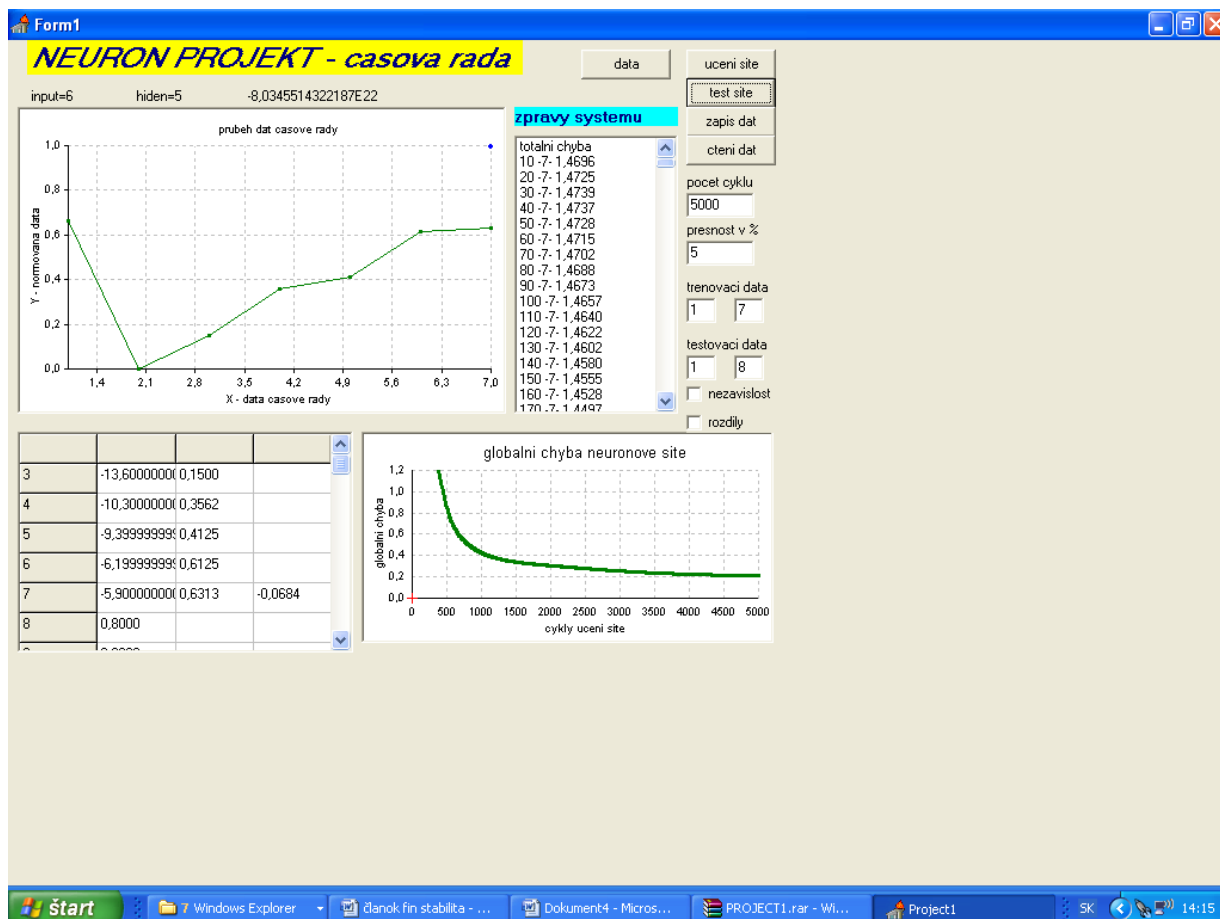
Pomer deficitu k daňovým príjmom v EU v rokoch 2009 – do 1. štvrťroku 2015 je uvedený v tabuľke 2. Z uvedenej tabuľky vyplýva vysoký podiel vládneho deficitu k príjmom najmä v čase krízy v 2009, čo bolo ovplyvnené poklesom daňových príjmov v čase krízy. Postupne sa uvedený ukazovateľ znižoval, čo bolo ovplyvnené ako príjmovou stránkou tak aj redukovaním vládnych výdavkov.

Tabuľka 2: Pomer deficitu štátneho rozpočtu k príjmom štátneho rozpočtu v krajinách EU v % v r. 2009- 1.Q 2015

2009	2010	2011	2012	2013	2014	1Q2015
-16	-13,6	-10,3	-9,4	-6,2	-5,9	-6,79

Zdroj: vlastné prepočty na základe zdrojov“ Government Finance Statistics,, z Eurostatu

Na základe simulátora a testovania pomocou tzv. neurónových sietí sme vykonali prognózu uvedeného ukazovateľa s odchýlkou 5 % na nasledujúce obdobie. Do „učenie“ neurónovej siete sme zaradili aj údaje za r. 2008 , nakoľko počet údajov len za r. 2009 -2014 bol pre učenie a následné testovanie neurónovej siete nedostatočný. Na základe uvedeného testovania a simulovania pomocou neurónových sietí vyšiel uvedený pomer by mohol v nasledujúcom období dosiahnuť hodnotu medzi -6.8 do -7 % s odchýlkou 5 %.



Graf 1: Projekcia podielu deficitu ŠR k príjmom ŠR pomocou

Zdroj: vlastné prepočty na základe simulátora neurónových siet (EPI)

Ozdravovanie verejných financií od r. 2011 až do r. 2014 sa odrazilo aj v znižovaní podielu deficitu k HDP. Krajiny Eurozóny v zmysle odporúčení znižovali podiel deficitu o 0,5 %.

Tabuľka 3: Podiel deficitu štátneho rozpočtu k HDP

	2011	2012	2013	2014
Eurozóna – 16	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4
EU -27	-4.5	-4,2	-3,2	-2,9

Zdroj: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/peeis>

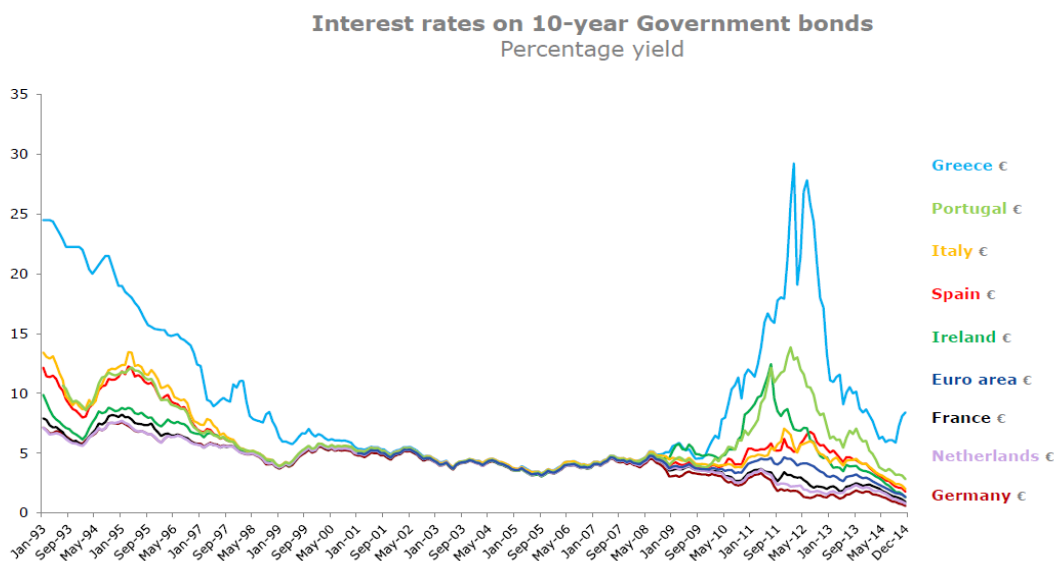
1.2 Stabilita finančného systému

Európska centrálna banka v januári 2015 ohlásila tzv. kvantitatívne uvoľňovanie, t.j. rozšírený program nákupu aktív, ako nástroj na podporu rastu HDP a ako nástroj dosahovania inflačných cieľov. V rámci rozšíreného programu nákupu aktív jednotlivé centrálné banky Eurosystému popri krytých dlhopisoch a sekuritizovaných cenných papieroch začali nakupovať najmä štátne dlhopisy členských krajín eurozóny. Mesačná kvóta týchto nákupov je 60 mld. €. Program by mal prebiehať minimálne do septembra roku 2016, čo znamená že celkový prílev likvidity cez kvantitatívne uvoľňovanie by mal dosiahnuť 1,1 bilióna € (NBS, 2015).

Reálne sa začal rozšírený program nákupu aktív realizovať až v priebehu marca, jeho dosah na finančné trhy bol výrazný. Tento program (PSPP – „Public Sector Purchase

Program“) by mal zmierniť riziká spojené s budúcim cenovým vývojom prostredníctvom ďalšieho uvoľnenia menových a finančných podmienok a v strednodobom horizonte tak prispieť k návratu inflácie k úrovni dvoch percent. Pri nákupe týchto dlhopisov centrálnou bankou v podstate dôjde k výmene týchto dlhopisov v bilancii predávajúcej entity za likvidnejšie aktíva – za rezervy v centrálnej banke v prípade komerčnej banky, alebo za vklady uložené v sprostredkujúcej banke v prípade inej predávajúcej entity (inej banky, ktorá nemôže priamo obchodovať s danou centrálnou bankou alebo inej finančnej alebo nefinančnej spoločnosti). ECB spolu s centrálnymi bankami jednotlivých členských štátov teda pomocou tohto programu zvyšuje objem likvidných aktív v bankovom sektore a likviditu na finančných trhoch, ktorý by sa mal následne použiť na úverovanie reálnej ekonomiky. Program kvantitatívneho uvoľňovania by mal trvať od marca 2015 minimálne do septembra 2016, v prípade potreby ale môže byť tento termín predĺžený. Cielový mesačný objem nákupov Eurosystemom je na úrovni 60 mld. €. Tento objem zahŕňa v rámci rozšíreného programu nákupu aktív nákupy štátnych dlhopisov, krytých dlhopisov ako aj nákup cenných papierov krytých aktívami.

Veľká časť vplyvu na ceny aktív pod vplyvom zmeny základných úrokových sadzieb ECB sa odohrala už počas druhého polroka 2014 ako dôsledok silnejúcich očakávaní o nevyhnutnosti použitia kvantitatívneho uvoľňovania vzhľadom na situáciu v eurozóne. Ceny štátnych dlhopisov krajín eurozóny (okrem Grécka) išli od leta roku 2014 výrazne nadol.



Source: ECB

Graf 1: Úrokové sadzby 10. ročných dlhopisov od r.1993 do r.2014

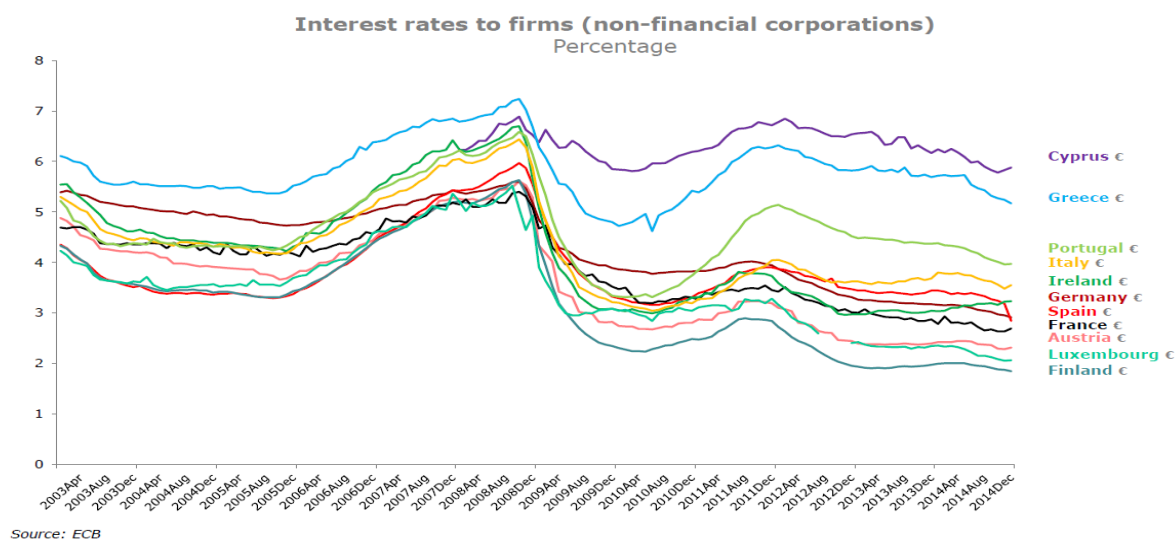
Zdroj: ECB

Výnosy do splatnosti týchto dlhových cenných papierov sa znížili v celom spektre splatností, pričom pri benchmarkových 10-ročných dlhopisoch sa pohyboval tento pokles okolo 100 bázičných bodov. Ešte významnejšou skutočnosťou ako samotný rozsah poklesu bolo, že veľká časť eurových štátnych dlhopisov sa začala obchodovať so záporným výnosom do splatnosti. V apríli 2015 sa v negatívnom spektre nachádzala zhruba jedna tretina objemu štátnych dlhopisov krajín eurozóny. Pri nemeckých dlhopisoch siahla záporný výnos až po splatnosť 7 rokov. Prísun likvidity od ECB tlačil nahor aj ceny štátnych dlhopisov v európskych krajinách nepoužívajúcich euro a v Spojených štátoch.

Rozšírený program nákupu aktív v eurozóne je príklad výrazne uvoľnených menových politík v rozvinutých krajinách. Samozrejme uvedený stav však **môže viesť k nárastu neadekvátnych rizík vo finančnom sektore.**

Menové podmienky sa zároveň v uplynulých mesiacoch uvoľňovali aj mimo eurozóny. Centrálna banka Švédska, Dánska a Švajčiarska pristúpili k zníženiu referenčných úrokových sadzieb do záporného pásma, aby zmiernili tlak na zhodnotenie výmenných kurzov ich domácich mien voči euru.

Bezrizikové úrokové sadzby sa tak vo väčšine rozvinutých ekonomík nachádzajú na historicky nízkej úrovni, investori sa snažia nachádzať vyšší výnos v rizikovejších nástrojoch. Ceny európskych akcií šli prudko nahor. Po menšej korekcii zo záveru roka 2014 sa opäť obnovil dopyt po podnikových dlhopisoch so špekulatívnym ratingom. Úrokové sadzby nefinančným korporáciám tiež klesli.



Graf 2: Úrokové sadzby nefinančným inštitúciám
Zdroj: ECB

Z uvedeného vyplýva, že trhové riziká vo finančnom systéme vzrástli. Pri veľkej časti aktív sa javí ako príčina nárastu ich cien v posledných rokoch **vysoký dopyt podporovaný prílivom likvidity a nie zmenou ich ekonomickej hodnoty.** Takéto aktíva sú teda rizikovejšie z hľadiska poklesu cien pri náhlej zmene sentimentu. Na finančných trhoch sa vyskytuje volatilita, objavujú sa aj turbulencie zatiaľ bez vážnejšieho systémového dopadu.

Reálny pokles likvidity finančných trhoch je možné považovať za rizikový faktor. Pri nedostatku likvidity sa totiž aj relatívne mierny prvotný šok umocňuje do veľkých cenových výkyvov a následne prenáša aj na iné časti finančného trhu. Dochádza k značnému nárastu bilančnej sumy investičných fondov, pričom najmä pri podielových fondoch sa prehlbuje nesúlad medzi okamžitými splatnými pasívami a pomerne nelikvidnými aktívami.

Vývoj v Grécku sa zatiaľ nepreniesol na ostatné krajiny eurozóny ale budúci **vývoj gréckych verejných financií** je jedným z veľmi dôležitých rizikových faktorov finančných trhov v EU, aj keď v súčasnosti EU má mechanizmy na elimináciu týchto rizík.

Výrazné zhoršenie vyhliadok ekonomického rastu niektorých **roztvíhajúcich sa krajinách** a rastúce riziká súvisiace s ich zvyšujúcou sa zadlženosťou vytvárajú potenciál pre presmerovanie tokov kapitálu. Veľkú úlohu tu zohral **prepad cien ropy a iných komodít**, ale hrozba spomalenia hospodárskeho rastu, výrazný nárast zadlženosti v súkromnom či vo

verejnom sektore, ktorý bol financovaný prílevom lacných zdrojov zo zahraničia. Súbeh uvedených dvoch faktorov môže viesť k prehodnoteniu rizík v globálnej ekonomike.

Spustenie jednotného mechanizmu dohľadu v eurozóne v kombinácii s procesom komplexného hodnotenia zvýšilo transparentnosť v bankovom sektore a následne viedlo k posilneniu bilancií bánk, ku zvýšeniu ich kapitálovej primeranosti. Pod vplyvom politiky uvoľňovania ECB došlo aj k zvýšeniu úverovej aktivity bánk a zároveň sa zhoršovala aj **kvalita úverového portfólia na úrovni celého sektora**. Podiel hrubého objemu zlyhaných úverov k HDP eurozóny sa priblížil k desiatim percentám, pričom pokrytá opravnými položkami bola necelá polovica. V tejto súvislosti je potrebné zvažovať riziko potreby **pokrytia významných strát z kreditného rizika do budúcnosti**.

Všeobecne sa očakáva pozitívny vplyv kvantitatívneho uvoľňovania na finančnú stabilitu. Tento pozitívny vplyv sa očakáva z viacerých dôvodov. Problém je, že pod vplyvom poklesu cien ropy a iných faktorov v septembri 2015 sa dostala EU do miernej deflácie **0,1 % čo je možné považovať za riziko pre finančnú stabilitu, ak by táto situácia pretrvávala dlhodobo.**

Kvantitatívne uvoľňovanie môže v určitých oblastiach **vytvárať negatívny tlak na finančnú stabilitu na Slovensku**, nakoľko môže vyvolávať sploštenie výnosovej krivky a ďalší negatívny vplyv na čistý úrokový výnos z klientskeho portfólia, **a tým aj na ziskovosť a finančnú pozíciu bánk**. Slovenský bankový sektor tento vývoj pravdepodobne pocíti výraznejšie ako ostatné bankové sektory, keďže úrokové príjmy od klientov tvoria dominantnú časť ziskovosti bánk. Príjmy z obchodovania, ktoré môžu kompenzovať pokles klientskych úrokových marží, tvoria v domácich bankách len zanedbateľnú časť ziskovosti.

Dočasný nárast cien štátnych dlhopisov v dôsledku kvantitatívneho uvoľňovania môže mať za následok tvorbu nerovnováh vo viacerých oblastiach. Prvou je oblasť likvidity. Štátne dlhopisy tvoria **podstatnú časť likvidných aktív bankového sektora**. Pokles výnosov znamená nárast ceny štátnych dlhopisov, čím sa môže viac-menej umelo nafúknuť ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora. Tento vývoj, spolu s predchádzajúcim sploštením výnosovej krivky, môže vyústiť do ďalšieho nárastu objemu úverov pre klientov, najmä úverov na nehnuteľnosti.

Táto hrozba cenovej bubliny štátnych dlhopisov sa môže prejaviť po ukončení kvantitatívneho uvoľňovania, kedy možný rýchlejší pokles ukazovateľa likvidných aktív z dôvodu poklesu cien štátnych dlhopisov sa bude pomerne ťažko bankami kompenzovať. Ďalším rizikom je, že v aktuálnom prostredí sa banky sústredia na rast aktív **s dlhou dobou splatnosťou** (najmä retailových úverov), čo zvyšuje riziko vyplývajúce z likvidnej medzery.

Nárast cien dlhopisov ovplyvňuje aj výnosnosť fondov, a to v oblasti dôchodkového sporenia, kolektívneho investovania. Aj v tomto prípade môže byť dôsledkom tohto vývoja dočasný nárast výnosnosti fondov zameraných na investície na dlhopisových trhoch, ktorý však môže byť nasledovaný jej opätovným poklesom v čase ukončenia kvantitatívneho uvoľňovania zo strany ECB.

Rizikom je aj vytváranie nerovnováh v oblasti finančnej stability tým, že ekonomické a finančné cykly v jednotlivých krajinách eurozóny nie sú vždy synchronizované

Aj keď sa očakáva, či už priamy alebo nepriamy, pozitívny vplyv kvantitatívneho uvoľňovania, dôležité je analyzovať jeho vplyv na finančnú stabilitu.

2. Stabilita finančného sektoru v SR v r. 2015

Ziskovosť finančného sektoru na Slovensku zaznamenala v roku 2014 stagnáciu aj keď v roku 2015 možno hovoriť o istom náraste. Hodnota čistého zisku bankového sektora za rok

2014 bola približne na rovnakej úrovni (560 mil. €) ako v roku 2013. V prvom štvrtroku 2015 však zaznamenala v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka rast na úrovni 18,7 %.

Vývoj ziskovosti v uplynulom období bol podmienený najmä poklesom úrokových marží. Prostredie pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb dlhodobo vplýva na postupné znižovanie výnosnosti úverov a cenných papierov. Tento pokles sa prejavuje najmä na postupnom znižovaní výnosovosti retailových úverov, ktorá sa po započítaní nákladov na kreditné riziko postupne znížila za obdobie uplynulých dvoch rokov z 5,5 % na 4,6 %. Zároveň postupne klesá aj výnosovosť portfólia cenných papierov, a to z 3,3 % na 3,0 %. Táto výnosnosť bude ďalej klesať, keďže v súčasnosti je čistá úroková marža na nové úvery nižšia ako na existujúcich úveroch, a to najmä v retailovom sektore.

Pokles marží bol však plne kompenzovaný nárastom objemu retailových úverov. Na utlmenie tempa rastu ziskovosti mal vplyv aj nárast nákladov na kreditné riziko.

Celkovo však ročné náklady na kreditné riziko zostávajú pomerne na nízkej úrovni, ktorá zodpovedá približne 1 % objemu úverov v sektore retailu aj v sektore podnikov. Hoci miera pokrytia zlyhaných úverov opravnými položkami počas roka 2014 mierne klesla (najmä v sektore podnikov), počas prvého štvrtroku 2015 zaznamenala opätovnú miernu korekciu.

Na druhej strane, uvedené faktory prispievajúce k poklesu ziskovosti však boli čiastočne kompenzované v oblasti neúrokových príjmov. Týkalo sa to najmä príjmov z poplatkov v sektore podnikov, ktoré napriek utlmenému rastu objemu úverov v období uplynulých dvoch rokov postupne mierne rástli.

Ziskovosť zaznamenala priaznivý vývoj v ostatných sektoroch finančného trhu v roku 2014. Zisk poisťovní vzrástol na úroveň 179 mil. € s medziročným nárastom 13,3 %. Na nárast ziskovosti pozitívne vplýval finančný výsledok poisťovní, zatiaľ čo negatívne vplýval pokles technického výsledku. Ziskovosť výrazne rástla aj v prípade DSS a sektora kolektívneho investovania, a to hlavne v dôsledku nárastu výnosov z poplatkov a provízií.

Súčasnú dobu nízkych úrokových sadzieb vytvára tlak na ziskovosť slovenského bankového sektora. Podiel úrokových príjmov na celkovej ziskovosti slovenských bánk patrí k jedným z najvyšších v rámci EÚ. Vyplýva to z tradičného modelu bankovníctva, ktorý je primárne založený na vkladových a úverových operáciách s klientmi. Dôležitú súčasť úrokových príjmov tvoria aj príjmy z dlhopisov, najmä domácich štátnych dlhopisov. Príjmy z obchodovania alebo poplatkové príjmy tak tvoria len menej významnú časť ziskovosti. Pokles trhových úrokových sadzieb a s tým súvisiaci tlak na úrokové marže má preto výrazný vplyv na celkovú ziskovosť bankového sektora.

Ukazovatele primeranosti vlastných zdrojov naďalej zostávajú na pomerne vysokej úrovni. Hoci trend ich rastu, ktorý pretrvával niekoľko rokov, sa v roku 2014 zastavil, ich úroveň aj kvalita vlastných zdrojov vytvára dostatočný vankúš pre prípad nastania neočakávaných strát v dôsledku zhoršenia ekonomického vývoja.

Počas roka 2014 sa zastavil trend klesajúceho medziročného rastu vkladov prijatých od retailových klientov. Ku koncu roka 2014 dosiahol medziročný rast úroveň 4,2 % a počas prvých troch mesiacov roka 2015 sa naďalej zvyšoval, až na 5,2 % v marci 2015. Pod tento rast sa podpísal najmä rast objemu netermínovaných a úsporných vkladov, pričom objem termínovaných vkladov neustále klesá najmä z dôvodu nízkych úrokových sadzieb.

Medzibankové operácie, či už na aktívnej alebo pasívnej strane, sú naďalej pomerne volatilné a slúžia na vyrovnanie pohybov ostatných volatilných položiek bilancií bánk. Dopyt zo strany slovenských bánk po cieľených dlhodobějších refinančných operáciách ECB bol pomerne nízky.

3. Dobudovanie hospodárskej a menovej únie ako nástroj finančnej stability

V čase hospodárskej a finančnej krízy sa začal proces prehľbovania hospodárskej a menovej únie procesom tzv. európskeho semestra, ktorý bolo možné realizovať aj vzhľadom k tomu, že EU funguje aj ako politická únia. Európsky semester ako nástroj koordinácie hospodárskych politík vrátane fiškálnej prispel k zvýšeniu fiškálnej disciplíny krajín v súlade s cieľmi stanovenými v stratégii EU 2020. Z týchto dôvodov bola zahájená diskusia v júni 2015 k cieľom „dokončenia „hospodárskej a menovej únie (ďalej HMU). „Dobudovaná hospodárska a menová únia sama osebe nepredstavuje konečný cieľ. Je prostriedkom na dosiahnutie lepšieho a spravodlivejšieho života pre všetkých občanov v snahe pripraviť EU na budúce globálne výzvy a poskytnúť všetkým jej členom možnosť prosperovať.“(9)

Z hľadiska finančnej stability krajiny musia byť tieto schopné „absorbovať“ otrasy interne prostredníctvom primerane odolných hospodárstiev a dostatočných fiškálnych rezerv dostupných počas hospodárskeho cyklu. Je to tak preto, lebo pri menovej politike stanovovanej jednotne pre celú eurozónu sú pre stabilizáciu hospodárstva nevyhnutné vnútroštátne fiškálne politiky, a to vždy, keď dôjde k miestnym otrasom. Keďže všetky krajiny majú spoločný výmenný kurz, potrebujú pružné hospodárstva, ktoré dokážu rýchlo reagovať na poklesy. Inak hrozí, že recesie zanechajú hlboké a trvalé stopy. K úprave relatívnych cien však nikdy nedôjde tak rýchlo ako k úprave výmenného kurzu. A všetci sme boli svedkom toho, ako trhové tlaky môžu v čase krízy zbaviť krajiny ich fiškálnych stabilizátorov. Aby všetky štáty lepšie prosperovali v eurozóne, musia byť zároveň schopné spoločne znášať vplyv otrasov prostredníctvom rozdelenia rizika v rámci HMÚ. Z uvedeného vyplýva, že finančná stabilita EU by mala byť spojená s vytváraním fiškálnych rezerv na úrovni štátov tak aj delením rizík v rámci celej EU, k čomu majú slúžiť spoločné fondy.

V krátkodobom horizonte sa rozdelenie rizika dá dosiahnuť prostredníctvom integrovaných finančných a kapitálových trhov (súkromné rozdelenie rizika) spolu s nevyhnutnými spoločnými poisťkami, t. j. ako posledná možnosť finančnej záchranej siete, v rámci bankovej únie. V strednodobom horizonte v nadväznosti na to, ako sa hospodárske štruktúry budú postupne približovať k najlepším štandardom v Európe, by verejné rozdelenie rizika malo byť posilnené prostredníctvom mechanizmu finančnej stabilizácie pre eurozónu ako celok. (9)

Problémom HMU je, že medzi jednotlivými členskými štátmi eurozóny existujú výrazné rozdiely (napr. v nezamestnanosti, v nástrojoch fiškálnej politiky a pod.). Výsledkom rozdielov je nestabilná situácia v celej EU, a preto je potrebné zosilniť procesy konvergenzie, tak, aby štáty a celá EU bola globálne konkurenčnejšie.

Proces dobudovania HMU zahŕňa :

- posilnenie konkurencieschopnosti a štrukturálnej konvergenzie, aby každé hospodárstvo disponovalo štrukturálnymi prvkami tak, aby mohlo v menovej únii prosperovať,
- dokončenie finančnej únie, ktorá zaručí integritu našej meny v celej menovej únii a zvýši mieru spoločného rozdelenia rizika so súkromným sektorom,
- dobudovanie bankovej únie a urýchlenie únie kapitálových trhov,
- dobudovanie fiškálnej únie, ktorá prinesie fiškálnu udržiateľnosť, ako aj finančnú stabilizáciu,
- a posilnenie demokratickej zodpovednosti a posilnenie politickej únie, ktorá poskytne základ pre všetky uvedené aspekty prostredníctvom skutočnej demokratickej zodpovednosti, legitimacy a posilnenia inštitucionálneho základu.

V hospodárskej a menovej únii je menová politika centralizovaná, no významné časti hospodárskej politiky zostávajú vo vnútroštátnej kompetencii. Správa a riadenie eurozóny sú dostatočne etablované v oblasti koordinácie a dohľadu nad fiškálnymi politikami. Koordináciu je potrebné vylepšiť oblasti „konkurencieschopnosti“. Európsky semester a zavedenie postupu pri makroekonomickej nerovnováhe sú prvým krokom ku zvýšeniu konkurencieschopnosti jednotlivých štátov. Odporúča sa vytvorenie vnútroštátneho orgánu zodpovedného za sledovanie výkonnosti a politik v oblasti konkurencieschopnosti v každom členskom štáte eurozóny. V rámci EU a EK by sa koordinovali postupy jednotlivých štátov.

Postup koordinácie hospodárskych politík pri makroekonomickej nerovnováhe bol vytvorený v čase vrcholenia krízy. Je súčasťou európskeho semestra, čo je ročný cyklus podávania správ a dohľadu nad hospodárskymi politikami členských štátov a EÚ. Slúži ako nástroj na predchádzanie a nápravu nerovnováh predtým, než sa vymknú spod kontroly. Stal sa nevyhnutným nástrojom európskeho dohľadu, napríklad s cieľom predchádzať realitným bublinám alebo identifikovať stratu konkurencieschopnosti, rastúce úrovne súkromného a verejného dlhu a nedostatok investícií. Pri koordinácii je potrebné dať silnejší dôraz na zamestnanosť a výsledky v sociálnej oblasti, nakoľko situácia v jednotlivých štátoch eurozóny je výrazne odlišná čiastočne v dôsledku krízy, ale aj z dôvodu sprievodných trendov a slabých výsledkov spred krízy.

Finančný systém v menovej únii musí byť jednotný, lebo podnety vznikajúce v dôsledku rozhodnutí v oblasti menovej politiky napr. zmeny úrokových sadzieb sa neprenesú jednotne do všetkých jej členských štátov.

Jednotný bankový systém je okrem toho zrkadlovým obrazom jednotnej meny a jednotný trh vyžaduje napr. aby bezpečnosť bankových vkladov bola rovnaká vo všetkých štátoch, aby bol jednotný dohľad nad bankami a existovalo jednotné riešenie krízových situácií bánk a jednotné poistenie vkladov. Je to nevyhnutné aj pre riešenie spätnej väzby medzi bankovým a štátnym dlhom, ktoré tvorili jadro krízy. Finančný systém musí byť zároveň schopný diverzifikovať riziko medzi jednotlivými krajinami, aby dokázal zmierniť dosah otrasov v jednotlivých krajinách a znížiť úroveň rizika, ktoré sa musí rozdeliť pomocou fiškálnych prostriedkov. Všetky tieto dôvody opodstatňujú naliehavú potrebu finančnej únie. Cieľ týkajúci sa bankového dohľadu sa podarilo splniť zriadením jednotného mechanizmu dohľadu. Dospelo sa aj k dohode o jednotnom mechanizme riešenia krízových situácií, ktorý však ešte nebol plne implementovaný. Aby sa mohla dobudovať finančná únia, musí sa uviesť do života spoločný systém poistenia vkladov a únia kapitálových trhov. Tieto opatrenia by sa vzhľadom na ich naliehavosť mali všetky vykonať v prvej fáze. Dobudovanie bankovej únie si vyžaduje v prvom rade úplnú transpozíciu smernice o ozdravení a riešení krízových situácií bánk do vnútroštátneho práva všetkých členských štátov. Je to rozhodujúce pre rozdelenie rizika so súkromným sektorom. Banková únia skutočne predstavuje spôsob, ako lepšie chrániť daňovníkov pred nákladmi na záchranu bánk.

Potrebné je dosiahnuť rýchlu dohodu o primeranom premost'ovacom mechanizme financovania v prípade, že je potrebné určitú banku oddlžiť napriek tomu, že financovanie z fondu na to v danej chvíli nestačí pre jednotný fond na riešenie krízových situácií, kým nezačne fungovať od 1. januára 2016. Po tretie, vytvorenie dôveryhodného spoločného zabezpečovacieho mechanizmu k jednotnému fondu na riešenie krízových situácií a dosiahnutie pokroku pri zabezpečovaní úplne rovnakých podmienok pre banky vo všetkých členských štátoch by malo byť prioritou počas prechodného obdobia pred vytvorením jednotného fondu na riešenie krízových situácií. Zabezpečovací mechanizmus by sa preto mal zaviesť rýchlo. Dalo by sa to dosiahnuť pomocou presunu úverovej linky z Európskeho mechanizmu pre stabilitu (EMS) do jednotného fondu na riešenie krízových situácií. Tento zabezpečovací mechanizmus by mal byť v strednodobom horizonte fiškálne neutrálny tým, že

sa zabezpečiť, aby sa verejná pomoc získala naspäť prostredníctvom ex post odvodov finančného sektora.

Ďalej sa navrhuje zaviesť európsky **systém poistenia vkladov (EDIS)** – tretí pilier plnohodnotnej bankovej únie spolu s bankovým dohľadom a riešením krízových situácií bánk. Keďže súčasné nastavenie národných systémov ochrany vkladov stále nie je odolné proti veľkým miestnym otrasom (najmä keď sa situácia v štátnom a národnom bankovom sektore javí ako **nestabilná**), spoločným poistením vkladov by sa zvýšila odolnosť proti budúcim krízam. Zároveň je väčšia pravdepodobnosť, že spoločný systém **bude dlhší čas fiškálne neutrálnejší** než národné systémy ochrany vkladov, pretože **riziko je rozptýlenejšie** a súkromné príspevky sa vyberajú od oveľa väčšej skupiny finančných inštitúcií. Vytvorenie **plnohodnotného systému EDIS** bude trvať určitý čas, ale konkrétne kroky v tomto smere by mali byť prioritou už v prvej fáze a mali by sa pritom využiť možnosti, ktoré ponúka súčasný právny rámec.

Jednou možnosťou by mohlo byť vytvorenie systému EDIS ako systému **zaistenia na európskej úrovni pre národné systémy ochrany vkladov**. Rovnako ako jednotný fond na riešenie krízových situácií, aj spoločný systém EDIS by bol financovaný zo súkromných zdrojov prostredníctvom poplatkov ex ante vychádzajúcich z rizík, ktoré by hradili všetky zúčastnené banky v členských štátoch, pričom by boli navrhnuté tak, aby sa predišlo morálnemu hazardu.

Rozsah pôsobnosti systému by sa mal zhodovať s jednotným mechanizmom dohľadu. V primeranej lehote by sa mala prehodnotiť efektívnosť nástroja na priamu **rekapitalizáciu bánk**. Prístupnejší mechanizmus na priamu rekapitalizáciu bánk by zvýšil dôveru vkladateľov. Všetky banky, ktoré sa zúčastňujú na bankovej únii, musia mať **rovnaké podmienky**. Zároveň však EÚ musí naďalej venovať pozornosť potenciálnym novým rizikám, ktoré sa začínajú objavovať v bankovom sektore vrátane rizík súvisiacich so **sektorom tieňového bankovníctva**. Existujúce štruktúry musia byť schopné **odhaliť riziká** pre finančný sektor ako celok. Mali by sme na tieto účely **zvážiť posilnenie našich makroprudenciálnych inštitúcií**, pričom by sme mali vychádzať z úlohy a právomocí Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) a maximalizovať synergie s ECB.

Spolu s vytvorením bankovej únie bude potrebné vyriešiť EU kapitálových trhov. Týka sa to všetkých 28 členských štátov EÚ, ale najmä eurozóny. Zabezpečia sa ňou **diverzifikovanejšie zdroje financovania, aby spoločnosti vrátane MSP** mohli využívať kapitálové trhy a mali prístup k iným zdrojom nebankových finančných prostriedkov **na doplnenie bankových úverov**.

Dobre fungujúca únia kapitálových trhov zároveň posilní cezhraničné rozdelenie rizika prostredníctvom prehlbujúcej sa integrácie dlhopisových a akciových trhov, pričom najmä integrácia akciových trhov je kľúčovým tlmičom otrasov. Keďže užšia integrácia kapitálových trhov a postupné odstránenie zvyšných prekážok na úrovni členských štátov by však mohli vytvoriť nové riziká pre finančnú stabilitu, bude potrebné rozšíriť a posilniť dostupné nástroje na obozretné riadenie systémových rizík finančných aktérov (súbor makroprudenciálnych nástrojov) a posilniť rámec dohľadu s cieľom zabezpečiť spoľahlivosť všetkých účastníkov finančných operácií. V konečnom dôsledku by to malo viesť k **jednotnému orgánu dohľadu nad európskymi kapitálovými trhmi**.

Jedným z hlavných poučení z krízy je zistenie, že fiškálne politiky sú **vecou zásadného spoločného záujmu** v menovej únii. Ani silná hospodárska a finančná únia a spoločná menová politika orientovaná na cenovú stabilitu **nie sú vždy zárukou správneho fungovania HMÚ**.

Zodpovedné vnútroštátne fiškálne politiky musia plniť dvojité funkcie:

- zaručovať, že verejný dlh bude udržateľný a

- zabezpečovať, aby automatické fiškálne stabilizátory mohli mať tlmiaci účinok na hospodárske otrasy v jednotlivých krajinách.

Dôležité je zabezpečiť, aby súčet sald národných rozpočtov viedol k vhodným zámerom fiškálnej politiky na úrovni eurozóny ako celku. Z tohto dôvodu je v dlhodobejšom horizonte dôležité vytvoriť funkciu fiškálnej stabilizácie pre celú eurozónu. V krátkodobom horizonte (1. fáza) by sa mal posilniť súčasný rámec správy zriadením **Európskej fiškálnej rady**. Tento nový poradný subjekt by koordinoval a dopĺňal národné fiškálne rady, ktoré boli zriadené v kontexte smernice EÚ o rozpočtových rámcoch. Na európskej úrovni by rada poskytovala verejné a nezávislé hodnotenie rozpočtov a výsledkov ich plnenia v porovnaní s hospodárskymi cieľmi a odporúčaniami uvedenými v rámci správy fiškálnych záležitostí EÚ. Zloženie rady by malo byť pluralitné a malo by vychádzať zo širokej škály odborných znalostí. Táto **Európska fiškálna rada by mala prispieť k lepšiemu dodržiavaniu spoločných fiškálnych pravidiel, lepšie informovanej verejnej diskusii a silnejšej koordinácii národných fiškálnych politík.**

Existuje mnoho spôsobov, ako prejsť z menovej únie na fiškálnu EU. No zatiaľ čo miera zastúpenia spoločných rozpočtových nástrojov sa v menových úniách líši, všetky vyspelé menové únie už zaviedli **všeobecnú funkciu makroekonomickej stabilizácie**, aby sa lepšie vysporiadali s otrasmi, ktoré nemožno zvládnuť na vnútroštátnej úrovni samotnej.

Potenciálna stabilizačná funkcia Eurozóny by mohla v prvom kroku nadviazať napríklad na Európsky fond pre strategické investície tým, že sa identifikujú finančné zdroje a investičné projekty špecifické pre eurozónu, z ktorých možno v priebehu obchodného cyklu čerpať. Mali by sa zvážiť rôzne zdroje financovania. Bude dôležité zabezpečiť, aby sa koncepcia takejto stabilizačnej funkcie opierala o nasledujúce základné princípy:

- Nemala by viesť k permanentným transferom medzi krajinami alebo k transferom iba v jednom smere, čo je dôvod, prečo je približovanie sa k hospodárskej únii predpokladom účasti.
- Nemala by sa vnímať ani ako pokus o vyrovnanie príjmov medzi členskými štátmi.
- Nemala by podkopávať stimuly na riadnu tvorbu fiškálnej politiky na vnútroštátnej úrovni ani stimuly na riešenie vnútroštátnych štrukturálnych nedostatkov.
- Mala by byť preto, ako aj s cieľom zabrániť morálnemu hazardu, úzko naviazaná na súlad so širším rámcom EÚ pre správu a pokročiť v približovaní sa k spoločným štandardom.

Opatrenia dotýkajúce sa prehlbovania HMU počítajú aj s vytvorením Ministerstva financií eurozóny Pakt stability a rastu zostáva naďalej kotvou fiškálnej stability a dôvery v dodržiavanie našich fiškálnych pravidiel. Okrem toho si skutočná fiškálna únia bude vyžadovať viac **spoločného rozhodovania o fiškálnej politike**. Neznamenaloby to centralizáciu všetkých aspektov príjmovej a výdavkovej politiky. **Členské štáty eurozóny by naďalej rozhodovali o daniach a prideľovaní rozpočtových výdavkov podľa národných preferencií a politických volieb.** Ako sa však eurozóna vyvíja smerom k skutočnej HMÚ, niektoré **rozhodnutia sa budú musieť prijímať kolektívne**, pričom sa bude musieť zabezpečiť demokratická zodpovednosť a legitimita. **Budúce ministerstvo financií eurozóny by mohlo byť miestom pre takéto kolektívne rozhodovanie.**

Z pravých reakcií členských krajín EU na návrhy na dobudovanie hospodárskej a menovej únie vyplýva, že Nemecko nepodporí návrhy na spoločnú ochranu bankových vkladov. Tým pádom zostane len tzv. **spoločný rezolučný fond a harmonizované pravidlá na ozdravenie**

bánk a ECB a euroval môžu podržať v prípade problémov bankový systém. Problém **nedokončenej bankovej únie** môže byť rovnakým problémom ako nedokončená menová únia v 90-tych rokoch, kde sa pri jej začiatku urobila chyba a nedokončila sa cez fiškálnu EU a zodpovednosť zostala v rukách národných regulátorov. Ponímanie fiškálnej únie Nemeckom je najmä v oblasti vymáhania pravidiel a Francúzsko preferuje úniu Keynesiánskeho typu z tohto dôvodu budúca štruktúra únie bude predmet dlhodobějších diskusií.

Literatúra

- [1] ALESINA, A., ARDAGNAM S.: Tales of Fiscal Adjustmens, Economic Policy,Oktober 1998,
- [2] ARDAGNA, S., CASELLI F., LANE, T. 2007. Fiscal discipline and the cost of public debt service : some estimates for OECD countries. The B.E. Journal of Macroeconomocs 7
- [3] <<http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/peeis>>.
- [4] EUROSTAT. 2010. Eurostat 22 4, Provision of deficit and debt data for 2009 - first notification, published on [www. Eurostat](http://www.eurostat)
- [5] GENERATIONENBILANZ. 2009. Ehrbare Staaten, Nr.34.Freiburg
- [6] NBS. 2015. Správa o finančnej stabilite k máju 2015
- [7] ROSEN, H.S., GAYER, T. 2008.Public Finance, 8th ed. Boston : Mc Graw Hill.
- [8] Správa piatich prezidentov: Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe. <http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_sk.pdf>.
- [9] WOHLGEMUTH, M. 2009. Avoiding the Debt Trap: Public Finance in Crisis and Recovery. CES, 2009, s.15
- [10] www.patria. EN 26.4.2009.