

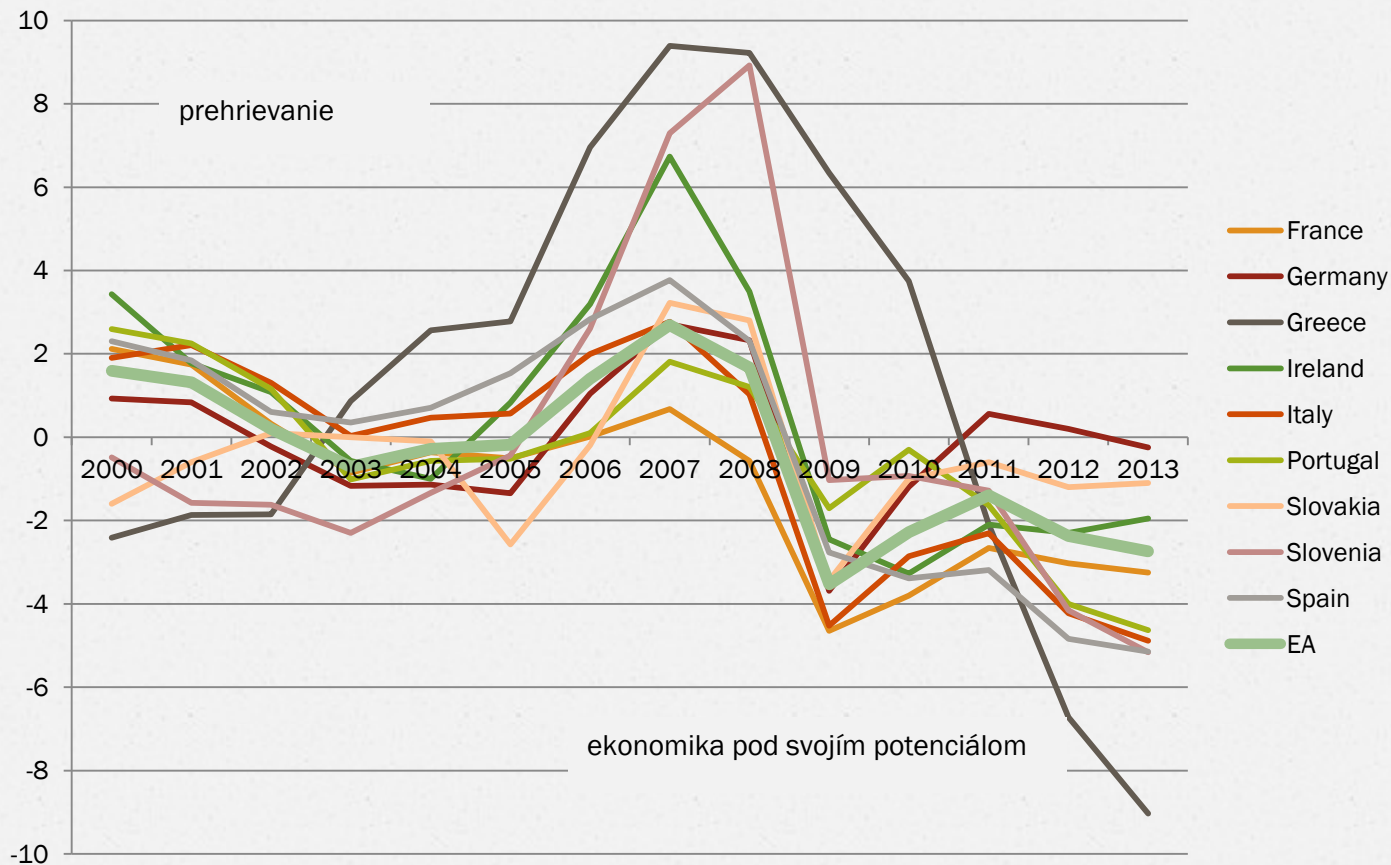


KLUB EKONOMICKÝCH ANALYTIKOV

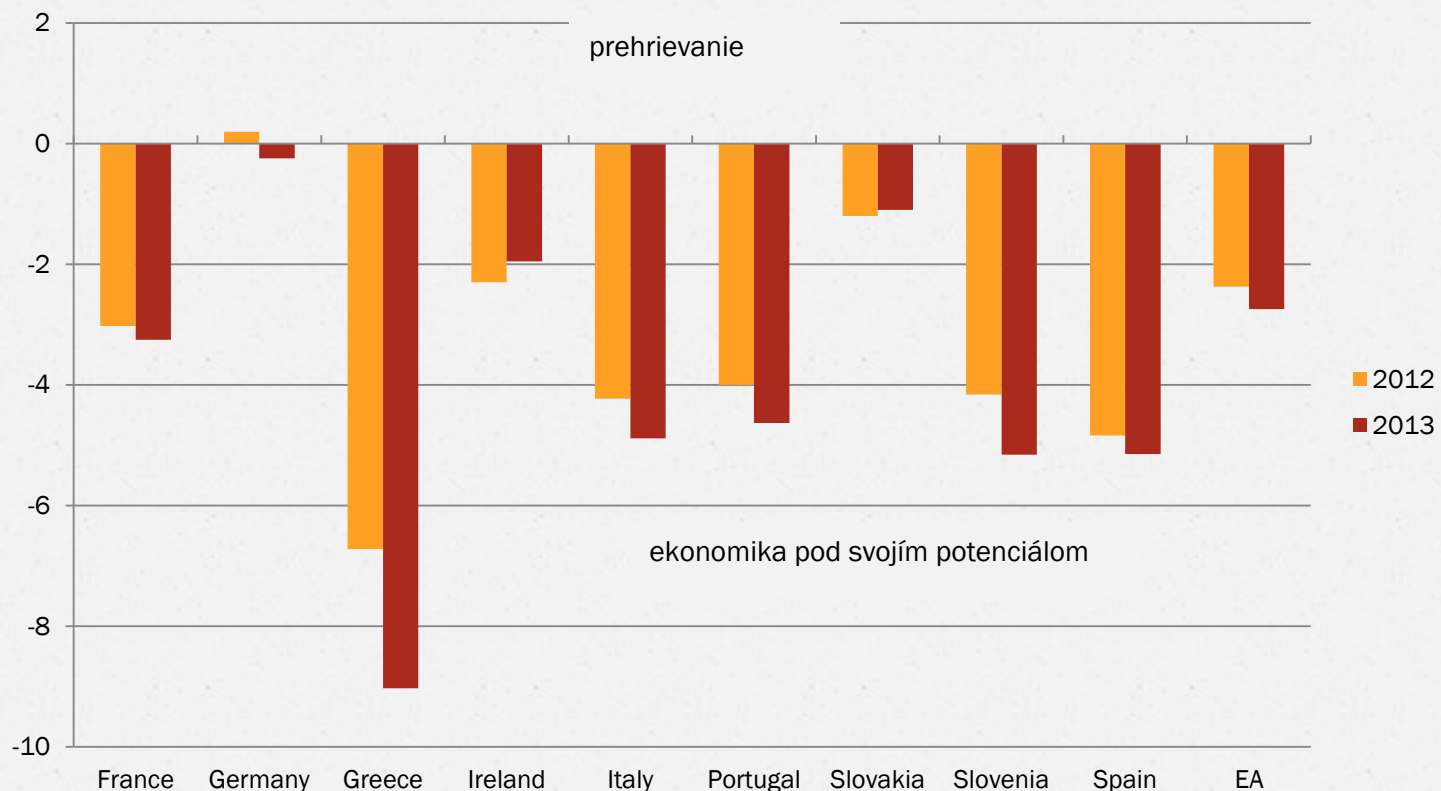
Dlhová kríza v eurozóne - možnosti riešenia cez fiškálnu a menovú politiku

Ján Tóth
predseda KEA

Kde sa nachádzajú ekonomiky v eurozóne (cyklický vývoj) produkčná medzera

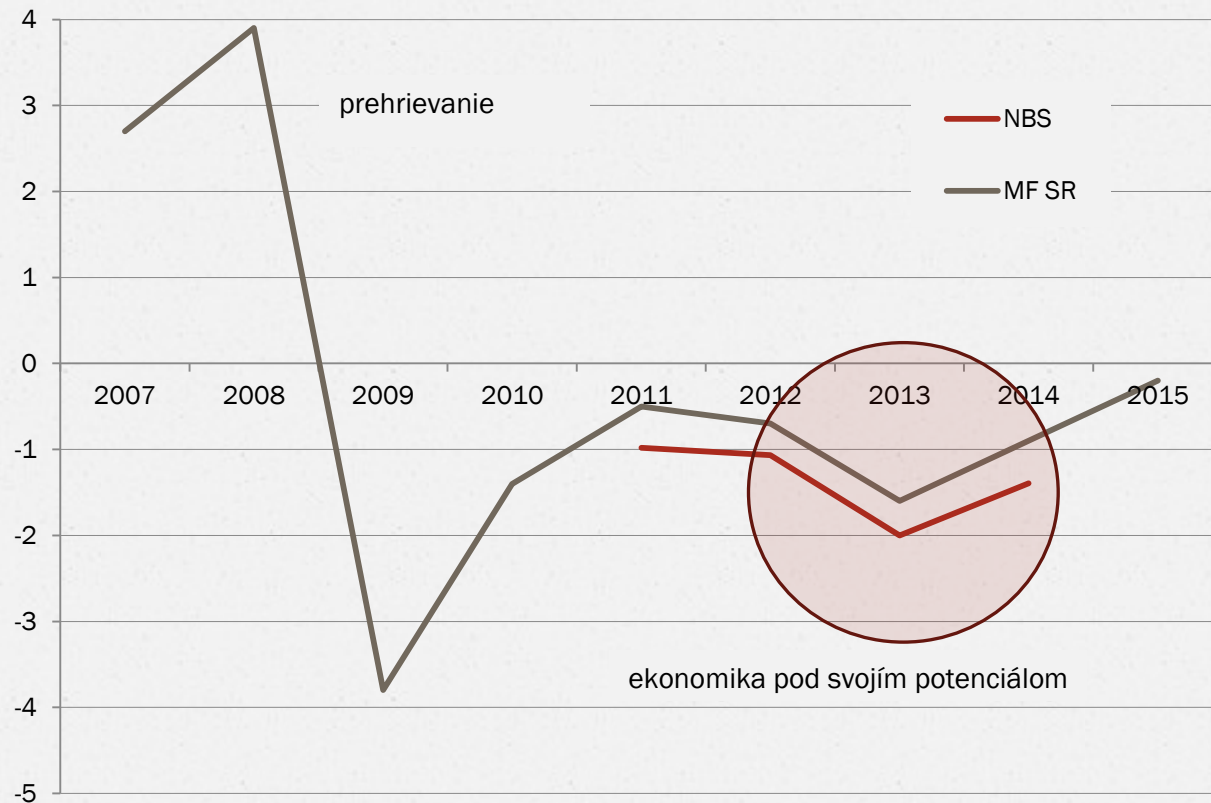


Kde sa nachádzajú ekonomiky v eurozóne (súčasný stav, 2012-2013) produkčná medzera



SR – detailnejší pohľad (cyklický vývoj)

produkčná medzera

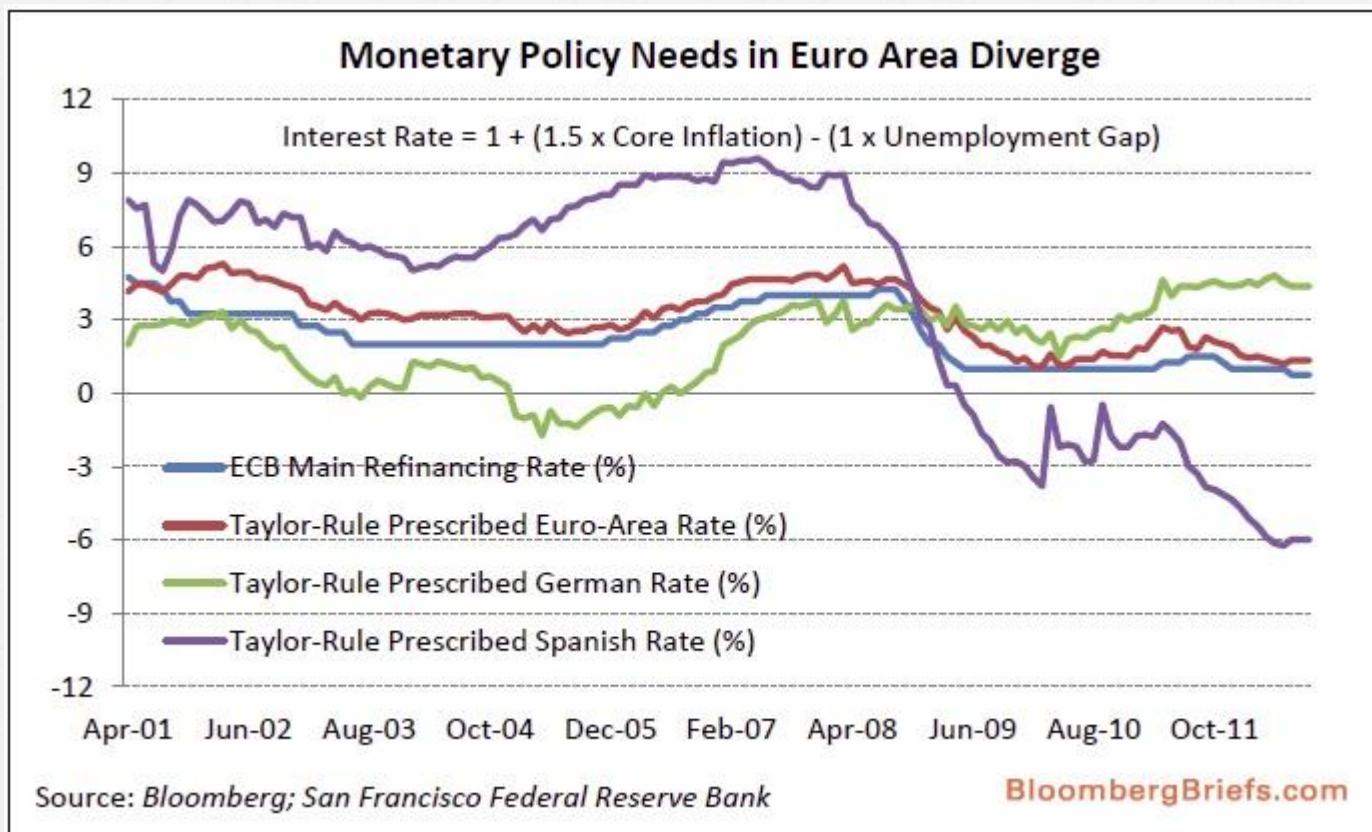


Menová politika, stav

- o Úrokové sadzby sú blízke nule
- o Inflácia je nad 2% (2,6%)
- o EUR je blízko rovnovážnej úrovni
- o ECB nakupuje štátne dlhopisy
- o Navrhuje sa banková únia

Rôzne krajiny by potrebovali rôzne nastavenie úrokov

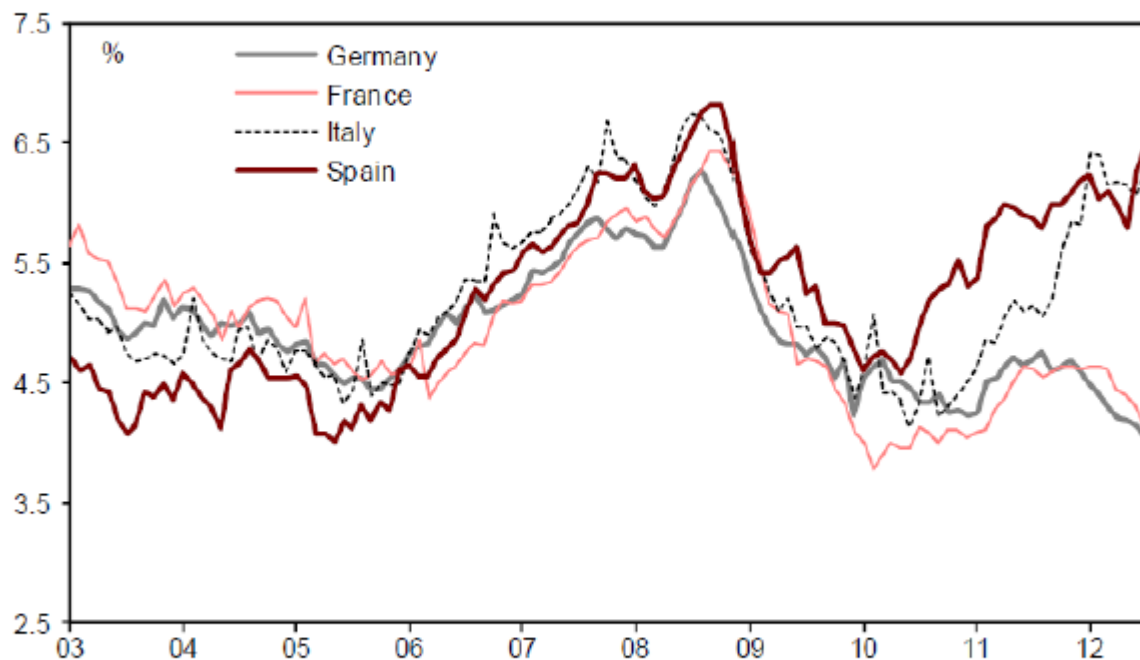
Taylorovo pravidlo (-7,75% pre ES, -3,75% pre PT, -10% pre GR a +4,25% pre DE)



Situácia je ešte skomplikovaná stavom bankového sektora v južanských krajinách

Rast korporátnych úverov

Úrokové sadzby – úvery podnikom (%)



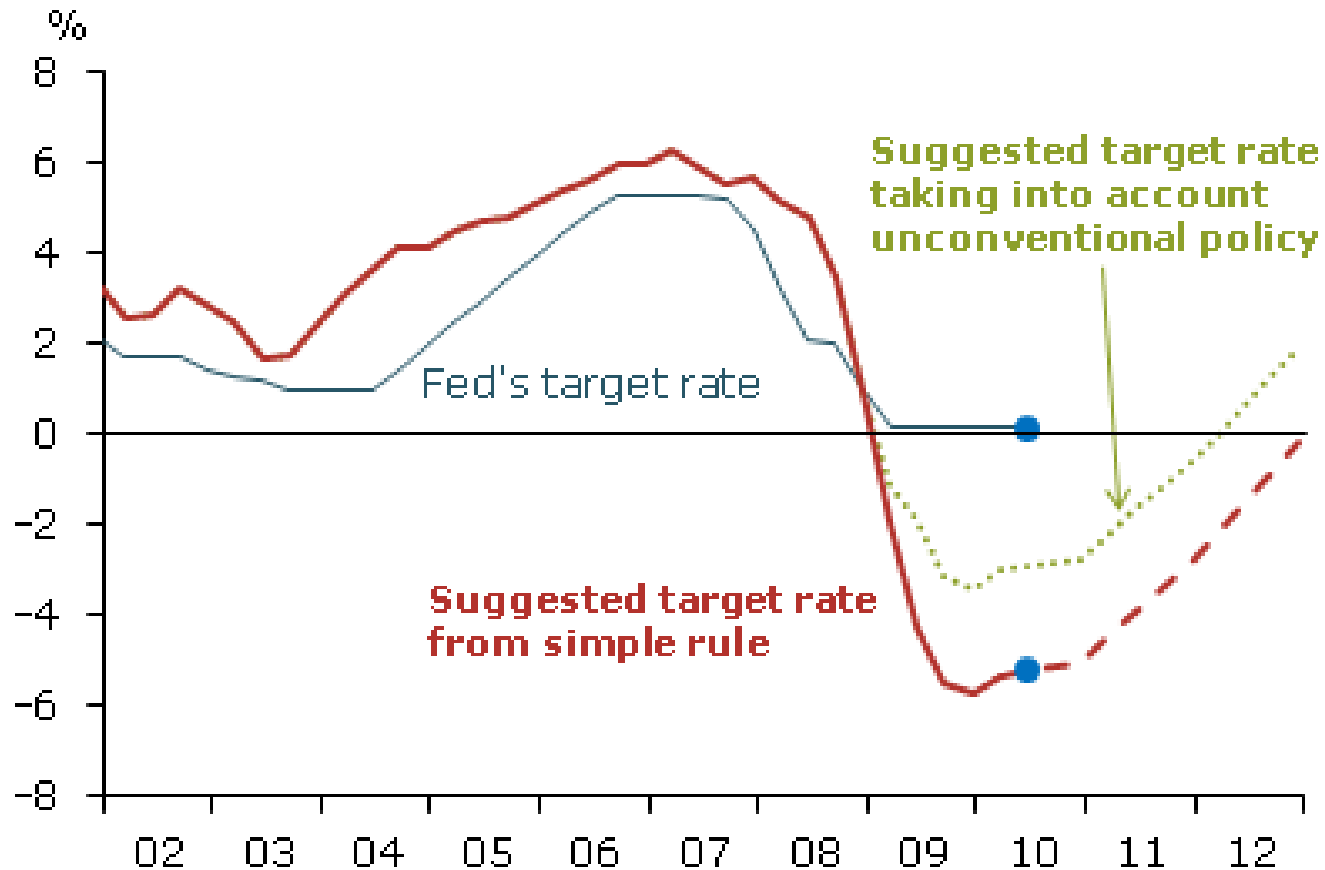
Zdroj: ECB

Banková únia

- o Bez bankovej únie nemá ECB kontrolu nad menovou politikou v južanských krajinách (ECB chcela znížiť úroky v posledných rokoch, ale tam sa zvýšili)
- o Banková únia to má napraviť tým, že zamedzí existencii príliš rozdielnych prirážok pre rôzne banky z dôvodu krajiny pôvodu

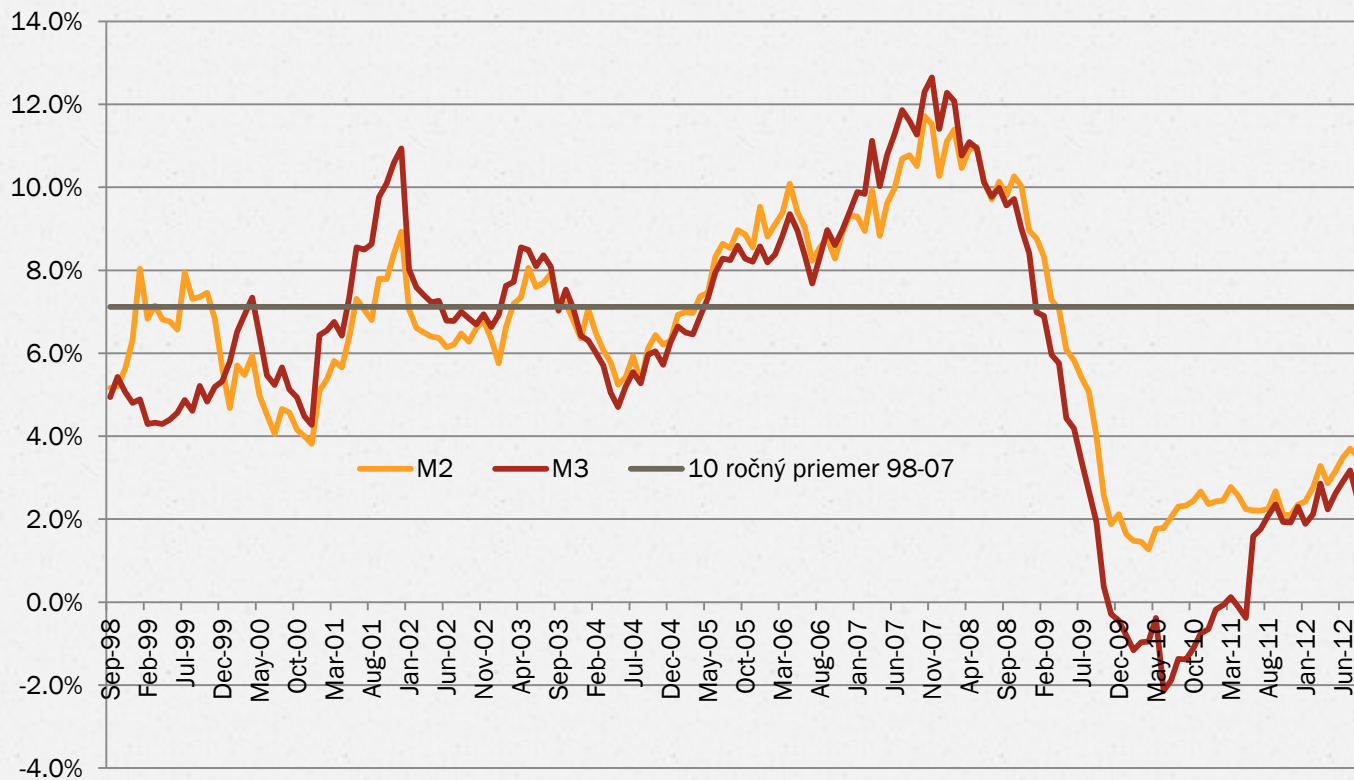
Netradičná menová politika

Vysvetlenie na príklade USA



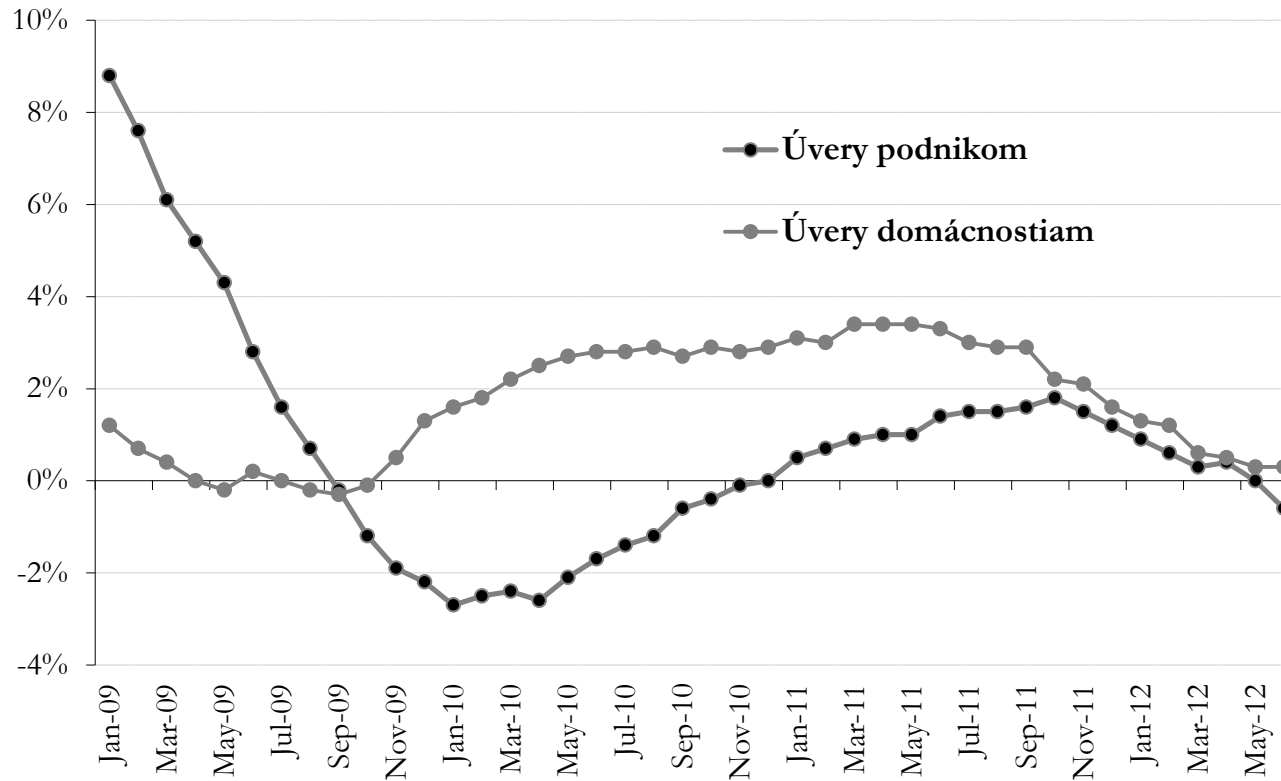
Je veľa peňazí v ekonomike ?

Rast M2 a M3 v eurozóne



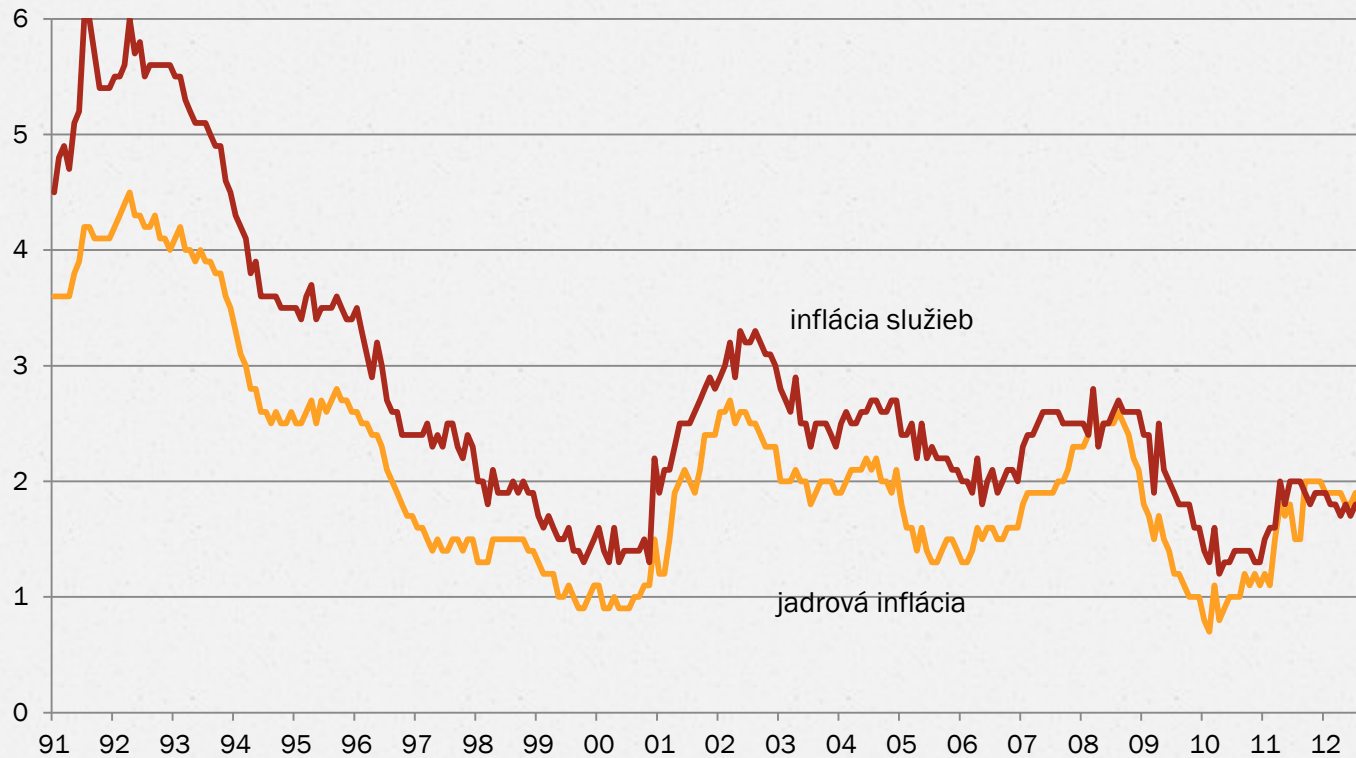
Je úverový boom ?

Rast úverov v eurozóne



Existujú inflačné tlaky ?

Jadrová inflácia a inflácia služieb v eurozóne



Menová politika, záver

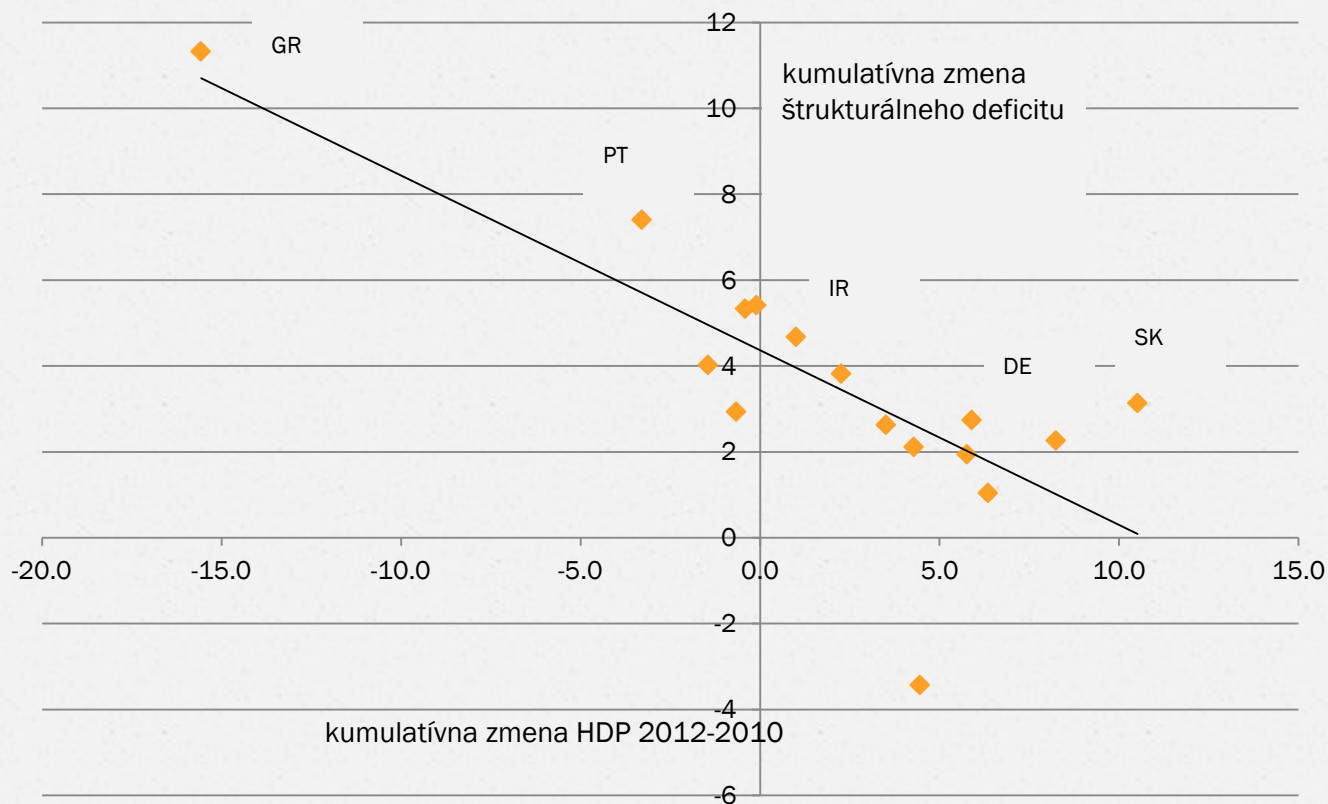
- o Vzhľadom na negatívnu produkčnú medzeru, systémové riziká v bankovom sektore a z toho prameniace rizikové prirážky a zmrazenie úverov, by mala byť menová politika expanzívna
- o Menová politika však už nemá veľký priestor na dodanie veľkej podpory ekonomike vzhľadom na nízku úroveň reálnych úrokov a preto sa pozornosť obracia aj na fiskálnu politiku

Fiškálna politika, stav

- o V eurozóne dochádza k najväčšiemu šetreniu
- o Štrukturálne deficity sa výraznejšie znižujú, nie však dlh
- o Kvôli slabému rastu, resp. recesii sa šetrenie musí nabaľovať aby sa splnili ciele
- o Ciele sa aj tak často neplnia

Rast vs. konsolidácia

Zmena HDP vs. zmena v štrukturálnom deficite, krajiny eurozóny (okrem Estónska)



MMF naznačuje zdvojnásobenie negatívneho vplyvu konsolidácie

- o Doterajší predpoklad bol, že zníženie deficitu o 1% HDP spomalí ekonomiku o 0,5% HDP
- o Súčasný vývoj najmä v eurozóne zvyšuje brzdiaci efekt na 0,9-1,7% HDP
- o MF SR predpokladá koeficient 0,3-0,4% HDP na základe histórie
- o Menej bolestivá je konsolidácia postupná, ako koncentrovaná

Fiškálna politika a jej vplyv

- o Oveľa väčšia neistota/nedostatok konsenzu ako v prípade menovej politiky (fiskálna politika nebola prioritná vo výskume, pretože sa predpokladalo, že v praxi vhodnejšia menová politika vyrieši stabilizáciu)
- o Štúdie sú často na dátach USA (veľká relatívne uzavretá ekonomika)
- o Viacero štúdií dochádza k protichodným záverom
- o Výsledky sú citlivé na definície vstupných dát a použitej ekonometrickej metódy

Ak existuje nejaký náznak konsenzu, tak by mohol byť nasledovný ...

- o Konsolidácia znižuje dynamiku rastu **krátkodobo**
- o **Dlhodobo** viac škodí zvyšovanie daní, ako znižovanie výdavkov
- o Najhoršie dane pre dlhodobý rast sú dane z práce a kapitálu (príjem), menej škodia spotrebné (napr. DPH) a najmenej škodia dane z majetku a poplatky
- o Najbolestivejšie výdavky na znižovanie sú rozumné verejné investície, menej vadí znižovanie vládnej spotreby (platy a nákupy) a najmenej vadí znižovanie transferov (sociálnych dávok)

Krátkodobé efekty sú viac neisté a komplikujú rozhodovanie

- o Krátkodobá je možno viac bolestivá konsolidácia cez výdavky

Súčasný čas sú však špecifické

- o Menová politika štandardne nevie pomôcť a to znamená, že **konsolidácia bude bolestivejšia**
- o Konsolidácia je väčšinou menej bolestivá pre malé otvorené ekonomiky. Dnes však naraz musia konsolidovať aj naši obchodní partneri (okrem DE)
- o Máme negatívnu produkčnú medzeru a teda konsolidácia bude destabilizovať ekonomiku (spomalí ekonomiku v čase, kedy ekonomika potrebuje pomôcť)

Fiskálna politika, záver (ideálny svet)

- o Vzhľadom na stav ekonomiky (negatívna produkčná medzera) by bolo teoreticky optimálne nekonsolidovať, ale stimulovať
- o Dôvera finančných trhov (a medzinárodné záväzky) sú limitujúcim faktorom, nestratenie dôvery je životne dôležité
- o Pre investorov je najdôležitejšia nasledovná rovnica - **rozdiel medzi dlhodobým rastom ekonomiky** (tj, ako hodnoverne sa budú generovať splátky úveru) **a úrokovou sadzbou**
- o Možná optimálna cesta – tenký ľad – **konsolidovať** (vzhľadom na dôveru akceptovateľne) **postupne a prorastovo** (z dlhodobého hľadiska)

Fiskálna politika, záver (ideálny svet)

- o **Postupná konsolidácia, príklady**
 - hodnoverná reforma penzijného systému teraz rozloží konsolidáciu do budúcnosti
 - hodnoverná dlhová brzda zvýši dôveru
- o (Dlhodobo) **prorastová konsolidácia, príklady**
 - zamerať sa viac na znižovanie výdavkov, z toho najmä dávok/zvýhodnení (okrem nižšie prímových skupín) a spotreby štátu (inštitúcie/ludí skôr rušiť/prepúšťať ako plošne zmrazovať výdavky)
 - ak zvýšiť dane, tak hlavne majetok a spotreba (tzv. fiskálna devalvácia pre zvýšenie konkurenciaschopnosti)

Fiskálna politika, SR, 2013

- o **Dôchodková reforma 1. piliera schválená** (znižuje „demografický dlh“ do 2060 na polovicu bez negatívneho okamžitého vplyvu)
- o **Fiskálna rada navolená**
- o **Konsolidácia zmiernená cez zníženie 2.piliera** (nie je však len dočasné)
- o **Konsolidácia 83% príjmy vs. 17% výdavky** (v očakávanom scenári bez negatívnych prekvapení)
- o **Príjmová konsolidácia - 80% viac škodiace dane vs. 20% menej škodiace dane**
- o **Veľa jednorázových efektov** (0,5% HDP)
- o **Celkový fiskálny impulz reštrikčný** na úrovni 1,5% HDP, spolu s EU fondami (ak sa budú čerpať) **neutrálne**