

## Maastrichtský delikventi

1. januára 1999 vstúpil projekt európskej menovej únie do poslednej fázy, zrodilo sa euro. Eurozónu tvorilo najprv jedenásť krajín z vtedajšej pätnásťčlennej EÚ, o dva roky neskôr sa k nej pripojilo Grécko. Trinástou krajinou sa v roku 2007 stalo Slovinsko, o rok neskôr sa pridali Malta a Cyprus a o ďalší rok Slovensko. V roku 2011 do nej pribudne sedemnásty člen, Estónsko.

Menová únia je trvalo udržateľná len vtedy, ak sa členské krajiny vyvíjajú harmonicky. V diskusiách na pôde európskych inštitúcií vzniklo päť parametrov, ktorých plnenie malo jednak vypovedať o miere konvergencie krajín, ktoré do únie vstupujú a zároveň sa požadovalo, aby krajiny tieto kritériá, samozrejme okrem kritéria stability výmenného kurzu, plnili aj naďalej po vstupe. Cieľom bolo trvalo udržiavať celkovú mieru konvergencie vo vnútri celej menovej únie. Keďže menová politika (tzn. politika sadzieb a menového kurzu) sa už prostredníctvom ECB zabezpečovala spoločne, dôraz sa kládol na druhú nohu hospodárskej politiky – na trvalo udržateľnú rozpočtovú politiku. Neplnenie kritéria deficitu verejného rozpočtu malo byť postihované.

### Päť predvstupových kritérií a štyri povstupové

Jedným z kritérií bolo inflačné kritérium. Aby sa krajiny kvalifikovali na vstup do eurozóny, nemal priemer ich medziročnej harmonizovanej inflácie v referenčnom období presiahnuť priemer troch krajín s najnižšou infláciou, zvýšený o jeden a pol percentuálneho bodu. Referenčným obdobím bolo posledné známe dvanásťmesačné obdobie pre hodnotenie krajiny. Referenčná hodnota sa vypočítavala z inflácie všetkých krajín EÚ, nielen z tých v eurozóne.

Ďalej, výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov navzájom sa nemali prívelmi odlišovať. Priemer požadovaných výnosov desaťročných štátnych dlhopisov v referenčnom období nemal presiahnuť priemer takýchto dlhopisov tých krajín, ktoré boli referenčnými pre infláciu, zvýšený o dva percentuálne body. Referenčné obdobie bolo identické ako pre infláciu.

Krajiny ďalej museli pred vstupom preukázať a zároveň sa aj do budúcnosti zaviazali, že deficit ich verejného rozpočtu neprekročí v žiadnom roku hranicu troch percent nominálneho HDP. Zároveň, podiel verejného dlhu na HDP nemal prekročiť 60% HDP.

Posledným kritériom bolo kurzové kritérium, podľa ktorého mal byť kurz meny prístupujúcej krajiny stabilný voči ostatným menám členských krajín eurozóny a k euru. Fluktučné pásmo bolo relatívne úzke  $\pm 2.25\%$  okolo centrálnej parity stanovenej pri vstupe do dvojročného sledovaného obdobia v mechanizme ERM 2, pričom devaluácia domácej meny bola postačujúcou podmienkou pre vylúčenie krajiny z prístupových rokovanií. Revaluácia bola povolená. Toto kritérium nebolo potrebné, prirodzene, po vstupe do EMÚ dodržiavať.

O vhodnosti výberu samotných kritérií a aj samotných referenčných hodnôt možno viesť polemiku, avšak tak či tak ich mali krajiny dodržiavať. A dokonca nielen krajiny eurozóny, ale celá Európska únia tak, ako sa zaviazala v Pakte stability a rastu, ktorý je súčasťou Zmluvy o EÚ. De facto plne v rukách vlád zostalo len kritérium fiškálneho deficitu, a teda aj verejného dlhu. Infláciu mohli však vlády ovplyvniť tiež, aj keď len obmedzene, napríklad prostredníctvom regulovaných cien. Kritérium výnosov na dlhopisoch vlády mali ovplyvňovať len prostredníctvom dôveryhodnosti svojej fiškálnej politiky. Kurzové kritérium samozrejme po vstupe do únie prestalo pre členské krajiny existovať.

Pozrime sa na to ako sa za posledných vyše 11 rokov tieto kritériá dodržiavajú.

### Inflačné kritérium

Za každý mesiac od vzniku eurozóny v januári 1999 do septembra 2010 sme zistili referenčnú hodnotu inflácie a túto hodnotu sme porovnali s hodnotou každej členskej krajiny eurozóny (tzn. s dvanásťmesačným priemerom medziročnej inflácie v krajine). Referenčnými krajinami boli všetky krajiny, ktoré boli v čase zisťovania členmi EÚ. Keďže ECB a Európska komisia by medzi referenčné krajiny pravdepodobne nezapočítala tie, pri ktorých by bol priemer medziročnej inflácie za posledných 12 mesiacov záporný, takéto krajiny sme (v každom mesiaci) vylúčili. A ďalej, keďže nie všetky súčasné krajiny eurozóny (EÚ) boli jej súčasťou od roku 1998, aby boli krajiny porovnateľné, plnenie kritérií sme hodnotili relatívne. Sledovali sme podiel obdobia, v ktorom krajina plnila kritériá na celom období pobytu krajiny v eurozóne (EÚ). Ak plnila po celý čas pobytu, plnila ich na 100%.

Zoznam referenčných krajín sa takmer každý mesiac menil, najčastejšie sa v ňom zobrazovalo Nemecko, Švédsko, Fínsko, Veľká Británia a Francúzsko, a teda veľké krajiny a severské krajiny.

Potom podľa tohto Nemecko a Rakúsko po celý čas pobytu v eurozóne dodržalo maastrichtské inflačné kritérium. Relatívne dobre ho plnilo aj Francúzsko, Belgicko, Fínsko, Taliansko, Cyprus a Holandsko. Na konci pelotónu sa len so 7.8 percentným plnením ocitlo Grécko. Z krajín mimo eurozóny ho na vyše 90% plnilo Dánsko a Švédsko. Naopak vôbec ho neplnilo Maďarsko a Rumunsko. Paradoxne tak napríklad Dánsko, ktoré nie je členom eurozóny, plnilo inflačné kritérium oveľa lepšie ako Grécko, a pritom kurzový režim malo takmer taký istý (dánska koruna je fixovaná na euro pri úzkom fluktuáčnom pásme). Slovensko plnilo kritérium len na 60%, úspešné bolo najmä v druhej polovici svojho pôsobenia v eurozóne.

### Kritérium výnosov štátneho dlhopisu

Toto kritérium patrilo medzi tie, ktoré krajiny poväčšine plnili. V takmer celej histórii eurozóny od 1.1.1999 až do decembra 2008 nepresiahlo rozpätie medzi najnižším a najvyšším výnosom desaťročného štátneho dlhopisu spomedzi krajín eurozóny dva percentuálne body. Odchýlky nastali až príchodom hospodárskej krízy.

Opätovne zoberme do úvahy referenčné krajiny pre infláciu z predchádzajúceho hodnotenia. Potom dlhopisové kritérium neplnili na 100% len tri krajiny – za celý čas pobytu v eurozóne ho plnilo Írsko na 99.4%, Portugalsko na 99.2% a Grécko na 93.2%. Paradoxne, Portugalsko bolo v čase neplnenia kritéria výnosu na dlhopise referenčnou krajinou pre toto kritérium (malo nízku infláciu).

### Kritérium rozpočtového deficitu

Kým inflačné a „dlhopisové“ kritériá ovplyvňujú národné vlády len nepriamo. Naozaj majú pod kontrolou len deficit. A ich výsledky sú veľmi slabé. Len dve krajiny po celých prvých 11 rokov trvania menovej únie plnili toto kritérium na 100% - Fínsko a Luxemburg. Belgicko „zlyhalo“ len raz, v roku 2009. Malta a Slovensko nespĺnili kritérium ani raz, je to však dôsledok ich vstupu do eurozóny práve v období nástupu hospodárskej krízy. Až tragický prípad je Grécko, ktorého vlády nedokázali hospodáriť s deficitom nižším ako 3% HDP od roku 2001 ani raz.

Popravde treba ale dodať, že podľa Zmluvy o EÚ sa za neplnenie kritéria nepovažuje, ak sa nadmerný deficit postupne znižuje alebo k nemu došlo pod vplyvom dočasných faktorov. Toto sme ignorovali.

### Kritérium verejného dlhu

Toto kritérium priamo súvisí s predchádzajúcim, keďže dlh je vlastne súčet deficitov. Len päť krajín toto kritérium plnilo počas celého svojho pôsobenia v eurozóne, medzi nimi aj Slovensko. Naopak, štyri krajiny ho ani raz nespĺnili, pričom najhoršie na tom je Grécko, Taliansko a Belgicko. Posledne menovaná krajina bola ale jedinou, ktorá systematicky znižovala gigantický dlh, ktorý mala pri zrode eurozóny.

### Zhrnutie

Pokúsili sme sa zostaviť celkové poradie krajín podľa toho ako plnili kritériá od januára 1999 do septembra 2010 (inflácia a dlhopisy), resp. do konca roka 2009 (deficit a dlh). Každé zo štyroch kritérií má rovnakú váhu.

Celkové plnenie maastrichtských kritérií podľa krajín					
	Inflácia	Dlhopisy	Deficit	Dlh	Priemer
<b>Fínsko</b>	85.7	100.0	100.0	100.0	<b>96.4</b>
<b>Luxembursko</b>	62.1	100.0	100.0	100.0	<b>90.5</b>
<b>Holandsko</b>	75.7	100.0	81.8	81.8	<b>84.8</b>
<b>Cyprus</b>	81.3	100.0	50.0	100.0	<b>82.8</b>
<b>Írsko</b>	40.7	99.4	81.8	90.9	<b>78.2</b>
<b>Slovinsko</b>	40.9	100.0	66.7	100.0	<b>76.9</b>
<b>Španielsko</b>	27.9	100.0	81.8	90.9	<b>75.1</b>
<b>Rakúsko</b>	100.0	100.0	81.8	9.1	<b>72.7</b>
<b>Francúzsko</b>	95.0	100.0	54.5	36.4	<b>71.5</b>
<b>Belgicko</b>	85.7	100.0	90.9	0.0	<b>69.2</b>
<b>Nemecko</b>	100.0	100.0	54.5	18.2	<b>68.2</b>
<b>Slovensko</b>	60.0	100.0	0.0	100.0	<b>65.0</b>
<b>Portugalsko</b>	46.4	99.2	54.5	54.5	<b>63.7</b>
<b>Taliansko</b>	84.3	100.0	45.5	0.0	<b>57.4</b>
<b>Malta</b>	53.1	100.0	0.0	0.0	<b>38.3</b>
<b>Grécko</b>	7.8	93.2	0.0	0.0	<b>25.2</b>
<b>Priemer EMÚ</b>	<b>65.4</b>	<b>99.5</b>	<b>59.0</b>	<b>55.1</b>	<b>80.4</b>

Potom je celkovo „najpochvejšou“ krajinou Fínsko nasledované Luxemburskom. Obe krajiny plnili až tri zo štyroch kritérií na 100% po celý čas. Vcelku dobre (povedzme na úrovni 75% a viac) plnili kritériá aj Holandsko, Cyprus, Írsko, Slovinsko a Španielsko. Veľké ekonomiky – Francúzsko, Nemecko a Taliansko sa nachádzajú v druhej polovici rebríčka. Malta a Grécko plnili kritériá na menej ako 50%, Grécko dokonca len na úrovni 25% a bez dlhopisového kritéria plnilo zvyšné tri len na 2.6%. Kým však Malta vstúpila do eurozóny

na začiatku roku 2008, Grécko svoju neschopnosť plniť kritériá preukazovalo už od roku 2001.

V skutočnosti možno penalizovať len neplnenie rozpočtového kritéria. Ani jedna krajina však nebola nikdy naozaj potrestaná. Ani Grécko, ktoré malo každý rok deficit vyšší ako 3% HDP. Veď napokon, maslo na hlave majú samotné piliere eurozóny – Nemecko, Francúzsko a Taliansko.

Ďalší uhol pohľadu je plnenie kritérií v jednotlivých rokoch fungovania eurozóny. V prvých dvoch rokoch krajiny plnili kritériá vcelku dobre, keď dokonca všetky splnili aj kritériu deficitu. Potom, s nástupom celosvetovej recesie, sa disciplína postupne uvoľňovala. Prispeli k tomu aj vlády veľkých krajín, ktoré vnímali zvýšenie rozpočtového deficitu ako nástroj na podporu ekonomiky a napokon tento názor aj v októbri 2005 presadili do Paktu stability a rastu. Rok 2004 bol v plnení kritérií najhorším, potom sa „disciplína“ (v dôsledku svetovej hospodárskej konjunktúry) postupne zlepšovala. V roku 2007 sa dostala na úroveň zo začiatku nultých rokov. V roku 2009 však prudko padla na „historické dno“.

Celkové plnenie maastrichtských kritérií podľa rokov					
	Inflácia	Dlhopisy	Deficit	Dlh	Priemer
<b>1999</b>	75.0	100.0	100.0	45.5	<b>80.1</b>
<b>2000</b>	72.7	100.0	100.0	72.7	<b>86.4</b>
<b>2001</b>	48.6	100.0	75.0	66.7	<b>72.6</b>
<b>2002</b>	63.2	100.0	75.0	58.3	<b>74.1</b>
<b>2003</b>	56.3	100.0	58.3	50.0	<b>66.1</b>
<b>2004</b>	51.4	100.0	50.0	50.0	<b>62.8</b>
<b>2005</b>	62.5	100.0	66.7	41.7	<b>67.7</b>
<b>2006</b>	69.4	100.0	75.0	41.7	<b>71.5</b>
<b>2007</b>	76.9	100.0	92.3	53.8	<b>80.8</b>
<b>2008</b>	69.4	100.0	66.7	46.7	<b>70.7</b>
<b>2009</b>	72.9	99.2	12.5	37.5	<b>55.5</b>
<b>Priemer</b>	<b>65.3</b>	<b>99.9</b>	<b>70.1</b>	<b>51.3</b>	<b>71.7</b>

Maastrichtské kritériá boli nastavené tak aby kontrolovali a zabezpečovali primeranú mieru konvergenencie jednotlivých krajín. Dnes vieme, že divergencia v eurozóne sa za vyše 10 rokov trvania eurozóny nezmenšila, únia je stále rozdelená na centrum a perifériu. Nemusí to však byť samozrejme len dôsledkom toho, že sa niektoré kritériá neplnili, ale že neboli vybrané správne kritériá. A možno by žiadne zmysluplné kritériá nepreukázali, že nejaká konvergenca v eurozóne vôbec nastala.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm

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

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