

KOMENTÁR

30. júla 2021

Pamätáte si ešte na Maastrichtské kritériá?

Bolo to už veľmi dávno, v roku 1991, kedy vtedajšie krajiny Európskeho hospodárskeho spoločenstva zmluvne zakotvili niekoľko pravidiel, ktoré mali umožniť vznik a fungovanie jednotnej menovej oblasti. Táto tzv. Zmluva o Európskej únii bola prijatá v holandskom Maastrichte a preto sa nazýva aj Maastrichtská zmluva a tieto pravidlá Maastrichtskými pravidlami.

Prvé sa týkalo cenovej stability, a teda v žiadnej krajine nemal medziročný rast spotrebiteľských cien presiahnuť o viac ako o 1.5 percentuálneho bodu priemer inflácie troch krajín s najnižšou infláciou. Druhé a tretie kritérium bolo z oblasti verejných financií, a teda krajiny nemali mať deficit verejného rozpočtu horší ako 3% ročného HDP a verejný dlh vyšší ako 60% HDP. Podľa štvrtého kritéria nemal byť 10 ročný výnos štátneho dlhopisu vyšší ako priemer výnosov troch krajín s najnižšou infláciou plus dva percentuálne body. Piate kritérium sa týkalo stability menového kurzu.

Prvé štyri kritériá mali krajiny dodržiavať aj po vstupe, aj keď samozrejme, miera inflácie bola do určitej miery pod kontrolou Európskej centrálnej banky. Piate kritérium sa, prirodzene, po vstupe do menovej únie už nesleduje.

Celý vznik menovej únie bol veľmi kontroverzný, išlo viac o politický než o ekonomický projekt. Lebo do eurozóny mali vstúpiť len tie krajiny, ktoré jednak spĺňali všetky kritériá a mali aj vzájomnú dlhodobú stabilitu menového kurzu, a to bolo v tom čase len Nemecko, Holandsko a Luxembursko. Ostatné krajiny mali vstupovať až po dosiahnutí týchto podmienok.

Skutočnosť bola ale oveľa voľnejšia. Pozeralo sa len na krátkodobý pohyb kurzu počas dvojročného obdobia pred vstupom. Ďalej napríklad až osem z prvých dvanástich členských krajín dostalo pri vstupe výnimku z plnenia kritéria nadmerného dlhu a napríklad Grécko, ktoré vstupovalo v roku 2001, doslova znásilnilo svoju infláciu (napríklad dohodou s maloobchodným zväzom o nezvyšovaní cien), aby podmienky umelo splnilo, a to so súhlasom Európskej komisie a ECB. Ani kritérium nadmerného deficitu nezostalo ušetrené – viaceré krajiny zvýšili deficity hneď po vstupe, keď sa skrývali pod práve prebiehajúcu recesiu. A tak za prvých 10 rokov fungovania menovej únie, do nástupu hypotekárnej krízy v roku 2009, z 12 pôvodných členov (vrátane Grécka) len Fínsko a Luxembursko plnilo všetky maastrichtské kritériá.

Hypotekárna kríza 2008 / 2009 naplno odhalila, že krajiny nevyužili prvých 10 rokov pobytu v eurozóne na to, aby sa štrukturálne zlepšili a tak harmonizovali, ale práve naopak, ešte viac sa dezintegrovali. Napríklad Taliansko malo zrazu nižšie úrokové sadzby, na aké bolo dlhé roky zvyknuté a aj to viedlo k prudkému rastu firemného dlhu a miezd, čo v konečnom dôsledku viedlo k strate konkurencieschopnosti talianskej ekonomiky a neskorším problémom s nízkym rastom HDP a vysokým verejným dlhom.

V bezprostredných rokoch po prevalení hypokrízy sa muselo zachraňovať Grécko, ktoré porušilo snáď všetky pravidlá

eurozóny. Veľké problémy vykázalo Taliansko, Portugalsko, Cyprus, Írsko. Naopak, bezpečným prístavom sa stalo Nemecko.

Za posledných 10 rokov splnilo zo všetkých 19 krajín inflačné kritérium len Írsko a Grécko. Čiže 17 z 19 krajín alebo inými slovami 90% krajín kritérium cenovej stability neplnilo, a teda malo aspoň v jednom mesiaci počas sledovaného obdobia príliš vysokú infláciu. Najväčším hriešnikom bolo Estónsko, ktoré 67 mesiacov (56% celého času) kritérium neplnilo. Nadmernú infláciu malo aj Lotyšsko a Litva (tie vstupovali v roku 2014 a 2015). Zle na tom bolo aj Slovensko, z posledných 10 rokov malo celkovo až 4 roky vyššiu infláciu ako bola referenčná hodnota. Naopak okrem Írska a Grécka sa veľmi dobre darilo Francúzsku, Nemecku a Portugalsku, ktoré „prešvihli“ limit len v niekoľkých mesiacoch.

Až tri štvrté času z posledných 10 rokov sa stalo, že aspoň jedna krajina porušovala pravidlá. Celkom dobré obdobie bolo v rokoch 2014 až 2016, pričom 2015 bol jediný rok, počas ktorého všetky krajiny v každom jeho mesiaci plnili kritérium cenovej stability. Aktuálne číslo - v júni 2021 neplnilo kritérium cenovej stability 8 krajín – Rakúsko, Belgicko, Estónsko, Lotyšsko, Litva, Luxembursko, Španielsko a Slovensko.

Zaujímavé je, že hoci celkovo inflácia v eurozóne dlhodobo spomaľuje, miery inflácie nekonvergujú, ale zostáva stále široký rozptyl. To komplikuje politiku ECB.

Ani plnenie kritéria rozpočtového deficitu nie je uspokojivé. V roku 2020 ho neplnila ani jedna krajina EÚ, ale to bol špeciálny rok, poznačený koronavírusom. Za predchádzajúcich 9 rokov od roku 2011 do 2019 bol deficit verejnej správy nižší ako 3% HDP len v Rakúsku, Estónsku, Fínsku, Nemecku a Luxembursku. Pri týchto krajinách môžeme povedať, že plnili maastrichtské rozpočtové kritérium. Raz „zhrušilo“ Taliansko a Lotyšsko. Slovensko trikrát, v rokoch 2011, 2012 a 2014.

Najhoršie je spravované Španielsko, ktoré splnilo limit len v roku 2018 a 2019, inak malo vždy nadmerný deficit. A v roku 2020 ho malo najvyšší zo všetkých 19 krajín eurozóny, na úrovni 11.5% HDP. Len o jeden lepší rok malo Francúzsko, ktoré splnilo limit v rokoch 2017, 2018 a 2019, inak ho neplnilo. A v roku 2020 malo deficit až 9.9% HDP. (Nielen) Francúzsko a Španielsko už mali dávno čeliť pokutám a že sa tak nestalo je len ďalším z dôkazov, že eurozóna je viac politický než ekonomický projekt.

Samozrejme, vysoké deficity vedú k rastu verejného dlhu. Hoci sa v posledných rokoch začala situácia mierne zlepšovať, koronakríza v roku 2020 vývoj razantne zvrátila. Ak porovnáваме stav verejného dlhu v roku 2020 s rokom 2010, potom vo všetkých krajinách eurozóny okrem Nemecka, Írska, Lotyšska, Malty a Holandska bol dlh vyšší. Rekordérom je Grécko, ktoré nielen zvýšilo svoj dlh najviac, o 66 percentuálnych bodov na HDP, ale v roku 2020 malo aj najvyššiu úroveň verejného dlhu, a to až 213% HDP.

Len pobaltské krajiny, Luxembursko a Slovensko udržiavali verejný dlh pod 60% HDP a len Nemecko a Írsko ho významne zlepšili a dostali ho pod 60% GDP. Ostatným krajinám sa viedlo horšie. Celkovo sa teda verejný dlh zvyšuje vo väčšine krajín eurozóny, pričom v tých viac zadlžených rýchlejšie. Nožnice sa roztvárajú, eurozóna sa z tohto uhla pohľadu dlhu štiepi a stáva ako celok citlivejšou.

Podstatne lepšia situácia je pri dlhopisovom kritériu. Tak ako sa postupne dlhodobo znižujú výnosy 10 ročných dlhopisov, klesajú aj rizikové prirážky. Navzdory skutočným stavom ekonomík, navzdory obrovským dlhom, lebo dlhopisoví investori vnímajú problémy eurozóny ako spoločné. Najviac je trhu vystavené problematické Taliansko, lebo až 134% HDP jeho dlhu je v dlhopisoch a len 12% v pôžičkách¹. A práve talianske dlhopisy sú úročené priaznivo, od roku

2019 je 10 ročný výnos takmer stále pod 2% a od októbra 2010 dokonca takmer stále pod 1%.

Vo všeobecnosti byť tvorcovia maastrichtských kritérií dnes sklamaní. Krajiny nevyužili dobré časy na zvýšenie konkurencieschopnosti, na zlepšenie svojich parametrov, ale práve naopak – zlé krajiny sa schovávajú za ešte horšie a spoločne sa takmer všetky zhoršujú. Verejné inštitúcie ako keby rezignovali na svoju poslanie – vlády rozdeľujú peniaze ako keby ich nebolo treba vracať, Európska centrálna banka rieši klimatickú zmenu. O vynucovanie tých pravidiel, ktoré mali udržať stabilitu eurozóny už záujem nie je. Čochvíľa maastrichtské kritériá zapadnú prachom úplne.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ Grécke dlhopisy nemožno brať ako bernú mincu, lebo väčšina gréckeho dlhu (160% HDP) predstavujú pôžičky s umelými sadzbami a len 46% gréckeho verejného dlhu je v dlhopisoch.

Maastrichtské kritériá				
	Inflácia (%)	Deficit (%HDP)	Dlh (% HDP)	Dlhopisy (%)
	Jún 2021	2020	2020	23.6.2021
Belgicko	2.6	-10.2	115.0	-0.11
Cyprus	2.2	-5.0	118.2	na
Estónsko	3.7	-5.4	18.5	na
Fínsko	1.9	-4.8	67.1	-0.18
Francúzsko	1.9	-9.9	113.5	-0.09
Grécko	0.6	-9.9	213.1	0.65
Holandsko	1.7	-5.6	54.0	-0.30
Írsko	1.6	-5.3	59.8	-0.05
Litva	3.5	-8.0	47.0	0.21
Lotyšsko	2.7	-3.9	45.5	0.05
Luxembursko	3.4	-3.8	25.5	na
Malta	0.2	-9.0	55.4	na
Nemecko	2.1	-4.2	68.9	-0.42
Portugalsko	-0.6	-6.1	131.6	0.19
Rakúsko	2.8	-9.6	85.2	-0.20
Slovensko	1.7	-7.3	60.7	-0.05
Slovinsko	2.5	-8.5	81.5	0.27
Španielsko	2.5	-11.5	117.1	-0.10
Taliansko	1.3	-9.5	155.6	0.62

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. 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.