

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101006/I/2022/36114651041244164

**MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY V EUROZÓNE A
ICH DÔSLEDKY**

Diplomová práca

2022

Bc. Alexandra Hrebíčková

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY V EUROZÓNE
A ICH DÔSLEDKY

Diplomová práca

Študijný program: Medzinárodné financie

Študijný odbor: Ekonómia a manažment

Školiace pracovisko: Katedra financií

Vedúci záverečnej práce: Ing. Barbora Stanová, PhD.

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa chcela z celého srdca poďakovať vedúcej záverečnej práce pani Ing. Barbore Stanovej, PhD. za jej cenné rady, pripomienky a odporúčania, ktoré mi boli nápomocné pri vypracovaní predkladanej záverečnej práce. Moje veľké ďakujem patrí aj rodine a blízkym, ktorí ma pri písaní morálne podporovali.

ABSTRAKT

HREBÍČKOVÁ, Alexandra: *Makroekonomické nerovnováhy v eurozóne a ich dôsledky*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra financií. – Ing. Barbora Stanová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2022, 71 s.

Cieľom záverečnej práce je objasnenie problematiky makroekonomických nerovnováh v prostredí menovej únie. Zameriava sa na hlavné prejavy nerovnováh v eurozóne a ich dôsledky na ekonomickú aktivitu členských krajín. Práca je tvorená 4 kapitolami. Obsahuje 10 tabuliek, 2 dendrogramy a jeden obrázok. Prvá kapitola sa venuje historickému kontextu vzniku Európskej menovej únie, stručnej charakteristike makroekonomických nerovnováh z pohľadu rôznych ekonómov a taktiež poukazuje na prítomnosť nerovnováh v eurozóne. V druhej kapitole je obsiahnutý hlavný cieľ práce. Tretia kapitola pozostáva z metodiky a metód skúmania, ktoré sú v záverečnej práci aplikované. Posledná, štvrtá kapitola pozostáva z dvoch analýz – zhlukovej analýzy a analýzy indikátorov hodnotiacej tabuľky Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Výsledkom riešenia danej problematiky je kategorizácia krajín menovej únie na štyri zhluky, prostredníctvom vybraných makroekonomických indikátorov a identifikácia krajín menovej únie, ktoré trpia nerovnováhami.

Kľúčové slová: eurozóna, makroekonomické nerovnováhy, Postup pri makroekonomickej nerovnováhe, hodnotiaci tabuľka, vnútorné a vonkajšie nerovnováhy, konkurencieschopnosť

ABSTRACT

HREBÍČKOVÁ, Alexandra: *Macroeconomic imbalances in euro area and their consequences*. - University of Economic in Bratislava. The faculty of National Economics; Department of Finance. - Ing. Barbora Stanová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2022, 71 p.

The aim of the final thesis is to clarify the issue of macroeconomic imbalances in the monetary union. The focus is on the main manifestations of imbalances in the euro area and their implications for the economic activity of member countries. Thesis is divided into 4 chapter and includes 10 tables, 2 dendrograms and one picture. The first chapter deals with the historical context of the emergence of the European Monetary Union, a brief description of macroeconomic imbalances from the perspective of various economists and point to the presence of imbalances in the euro area. The second chapter discuss the main goal of the work. The third chapter consists of the methodology and research methods that we applied in the final thesis. The last, fourth chapter consists of two analyzes - cluster analysis and analysis of indicators of the Scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure. The result of solving this issue is the categorization of monetary union countries into four clusters, through selected macroeconomic indicators and the identification of monetary union countries that suffer from imbalances.

Keywords: euro area, macroeconomic imbalances, Macroeconomic imbalances procedure, scoreboard, internal and external imbalances, competitiveness

Obsah

Úvod	8
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí	9
1.1 Historický kontext vývoja Európskej menovej únie.....	9
Pád Bretton-Woodskeho menového systému	9
Wernerov plán.....	10
Európsky menový systém	11
Maastrichtská zmluva	12
Turbulentné obdobie a prvé náznaky nestability menovej únie.....	13
Vznik eurozóny	14
1.2 Definícia makroekonomických nerovnováh a ich prítomnosť v eurozóne.....	16
1.2.1 Definícia makroekonomických nerovnováh	16
1.2.2 Prítomnosť makroekonomických nerovnováh v krajinách eurozóny	19
1.2.3 Konkurencieschopnosť ako jedna z príčin vzniku nerovnováh v EMÚ ...	21
1.3 Kategorizácia krajín eurozóny z pohľadu rôznych ekonómov	23
1.4 Postup pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN)	25
1.5 Indikátory makroekonomických nerovnováh	28
2 Cieľ práce	32
3 Metodika práce a metódy skúmania	33
3.1 Zhluková analýza a jej využitie pri kategorizácii krajín eurozóny	33
Wardova metóda	35
K-priemer metóda	36
3.1.1 Vybrané indikátory zhlukovej analýzy	36
3.2 Analýza indikátorov hodnotiacej tabuľky (PMN)	39
4 Výsledky práce a diskusia	42
4.1 Využitie zhlukovej analýzy na kategorizáciu členských krajín menovej únie	42
4.1.1 Výsledky zhlukovej analýzy pre rok 2007.....	42
4.1.2 Výsledky zhlukovej analýzy pre rok 2019.....	49
4.2 Aplikácia indikátorov hodnotiacej tabuľky na identifikovanie nerovnováh v menovej únii pre rok 2020	56
4.3 Diskusia	64
Záver	68
Zoznam použitej literatúry	70

Zoznam dendrogramov, obrázkov a tabuliek

Dendrogram 1 Zhluky krajín eurozóny v roku 2007	43
Dendrogram 2 Zhluky krajín eurozóny v roku 2019	49
 Obrázok 1 Klasifikácia metód zhlukovej analýzy	35
 Tabuľka 1 Indikátory hodnotiace vonkajšiu nerovnováhu a konkurencieschopnosť krajín	29
Tabuľka 2 Indikátory hodnotiace vnútornú nerovnováhu krajín	30
Tabuľka 3 Indikátory hodnotiace trh práce krajín.....	30
Tabuľka 4 Zloženie zhlukov v roku 2007	44
Tabuľka 5 Popis zhlukov v roku 2007 (stredné hodnoty premenných)	48
Tabuľka 6 Zloženie zhlukov v roku 2019	50
Tabuľka 7 Popis zhlukov v roku 2019 (stredné hodnoty premenných)	54
Tabuľka 8 Indikátory hodnotiace vonkajšiu nerovnováhu krajín, vrátane konkurencieschopnosti (2020)	56
Tabuľka 9 Indikátory hodnotiace vnútornú nerovnováhu krajín (2020).....	59
Tabuľka 10 Indikátory hodnotiace trh práce krajín (2020).....	62

Úvod

Vytvorením Európskej menovej únie v roku 1999 sa predpokladalo, že dôjde k zavŕšeniu procesu hospodárskej a menovej integrácie krajín Európskej únie. V tom čase, jedenásť krajín prijalo a nahradilo svoje národné meny spoločnou menou - eurom. V prípade ak by krajiny jednotnej únie boli z ekonomického hľadiska porovnateľné a existovala by vhodná fiškálna a menová politika, vnútorný trh Európskej únie s voľným pohybom tovarov, kapitálu a pracovnej sily by zabezpečil udržateľný rast a konvergenciu krajín. Avšak, v súčasnosti eurozóna združuje nekompatibilné ekonomiky rôznych veľkostí, ktoré sa riadia odlišnými ekonomickými modelmi a vykazujú rozdielny stupeň hospodárskeho rozvoja. Divergencia krajín eurozóny vedie k sociálnym rozdielom a nezrovnalostiam v politických záujmoch týkajúcich sa hospodárskej a menovej integrácie.

V prvej kapitole je predstavená teoretická opora predkladanej práce. Sú v nej charakterizované základné pojmy, ktorých pochopenie je kľúčové pre následnú empirickú analýzu a diskusiu. V teoretickej časti diplomovej práce je opísaný historický vývoj udalostí, ktoré predchádzali vzniku EMÚ. Pozornosť je upriamená aj na kategorizáciu krajín, v dôsledku ktorej je pozorovaný vzťah medzi jadrom a perifériu, resp. severom a juhom menovej únie. V závere prvej kapitoly je klasifikovaný Postup pri makroekonomickej nerovnováhe a jednotlivé indikátory, ktoré sú súčasťou hodnotiacej tabuľky a slúžia na včasnú identifikáciu nerovnováh v eurozóne.

Druhá kapitola pozostáva z opisu hlavného cieľa diplomovej práce, ktorý je doplnený o vedľajšie, čiastkové ciele.

V tretej kapitole je bližšie popísaná metodika práce a metódy skúmania. Predkladaná práca disponuje dvomi odlišnými analýzami – zhlukovou analýzou a analýzou indikátorov hodnotiacej tabuľky. Kapitola tiež obsahuje stručnú charakteristiku vybraných ukazovateľov a bližší opis zhlukovej analýzy vrátane metód, ktoré sú pri jej aplikácii využité.

Záverečná časť obsahuje výsledky práce a diskusiu. Implementáciou zhlukovej analýzy je 19 krajín menovej únie rozčlenených v dvoch odlišných časových obdobiach na štyri zhluky, ktoré sa z hľadiska vybraných indikátorov vyvíjajú identicky. Druhá analýza je venovaná indikátorom hodnotiacej tabuľky PMN, pomocou ktorých možno vyhodnotiť, ktoré krajiny v roku 2020 trpeli nerovnováhami a o aký typ nerovnováh ide. V diskusii a závere každej analýzy sú sumarizované nadobudnuté výsledky.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Európska menová integrácia je výsledkom 30-ročného procesu, ktorý začal v 60. rokoch minulého storočia. Cieľom bolo znížiť nadmerný vplyv amerického dolára na domáce výmenné kurzy. Teoretické základy Európskej menovej únie položil Robert Mundell (1961) formovaním teórie o Optimálnej menovej oblasti. Mundell ako veľký zástanca eura je považovaný za krstného otca tejto meny. Paradoxne, práve jeho teória sa neskôr stala nástrojom, ktorý ekonómovia využívali aby sa postavili proti spoločnej Európskej menovej únii a spochybňovali jej šance na úspech.

V súlade s teóriou o optimálnej menovej oblasti by mali byť krajiny dostatočne podobné a integrované aby sa znížila pravdepodobnosť asymetrických šokov¹. Vybudovaním EMÚ sa medzi členskými štátmi eliminovali kurzové riziká a znížili transakčné náklady v hospodárskych vzťahoch. Tým sa výrazne podporili obchodné a kapitálové toky. Počas prvej dekády existencie, menová únia nečelila žiadnym významnejším ekonomickým problémom. Krajiny zažívali rôznorodý hospodársky rast. Niektoré ekonomiky akumulovali záväzky voči zvyšku sveta a stratili konkurencieschopnosť, čo viedlo k rastúcemu deficitu na bežnom účte. Iné krajiny akumulovali aktíva voči zvyšku sveta, čím svoju konkurencieschopnosť výrazne zvýšili. To sa prejavilo v poklese relatívnych cenových úrovní a jednotkových nákladoch práce v porovnaní s ich obchodnými partnermi. V 2008, kedy svet postihla finančná kríza a následná recesia sprevádzaná kolapsom globálnej hospodárskej aktivity sa medzi členmi eurozóny začali čoraz častejšie prejavovať nerovnováhy na makroekonomickej úrovni.

1.1 Historický kontext vývoja Európskej menovej únie

Pád Bretton-Woodskeho menového systému

Vytvorenie jednotnej menovej únie v rámci európskych krajín začína kolapsom menového systému USA, ktorý vznikol na Bretton-Woodskej konferencii v roku 1944. USA profitovalo zo zavedenia brettonwoodskeho menového systému, nakoľko americký dolár mal dominantné postavenie v medzinárodnom menovom systéme a krajina mohla

¹ Asymetrické šoky možno charakterizovať ako šoky, ktoré súčasne ovplyvňujú viacero krajín jednotnej menovej únie. Ich účinok, či už je pozitívny alebo negatívny, je v jednotlivých krajinách rozdielny. Za asymetrické šoky možno považovať aj tie, ktoré ovplyvňujú krajiny symetricky, ale s rozdielnou intenzitou.

implementovať nezávislú domácu menovú politiku. Obchody s hlavnými komoditami akými sú ropa či zemný plyn sa uskutočňovali výlučne v tejto mene. Jadrom sa stal systém pevných, avšak prispôsobiteľných výmenných kurzov. Dolár bol fixovaný na zlato za cenu 35 USD za uncu zlata a ostatné meny boli fixované na dolár pevným kurzom s úzkym flukтуаčným rozpätím. Takmer po 30 rokoch, v roku 1971 došlo ku kolapsu brettonwoodskeho menového systému. Americká vláda v dôsledku nepoľavujúceho špekulačného náporu na zlaté rezervy pozastavila konvertibilitu dolára na zlato. Vzhľadom na naviazanosť európskych mien na americký dolár, postihnuté boli aj transatlantické vzťahy. Došlo k transformácii obchodných vzťahov medzi USA a Európou. Svet tak vstúpil do novej éry plávajúcich výmenných kurzov svetových mien.

Wernerov plán

Druhá polovica minulého storočia bola pre Európu obdobím hospodárskeho rastu vo všetkých oblastiach. Nezamestnanosť sa udržiavala na nízkych úrovniach, ekonomický rast vykazoval vysoké tempo, inflácia nepredstavovala vážnejší problém a zahraničný obchod bol taktiež v rozmachu. Toto obdobie sa často označovalo za éru zlatého veku. Pozitívny vývoj makroekonomickej situácie v krajinách Európy podnietil krajiny k tomu, aby sa vytvorila jednotná menová únia. Európska menová integrácia sa začala javiť ako viac naliehavá aj po tom, ako bola menová politika USA vystavená čoraz väčším politickým tlakom a dolár strácal na svojej sile.

Prvý koherentný pokus krajín Európskeho hospodárskeho spoločenstva dosiahnuť hospodársku a menovú úniu predstavoval Wernerov plán. Plán bol pomenovaný po luxemburskom predsedovi vlády, Pierre Wernerovi. V 1969 na Haagskom summite vznikol samostatný výbor, ktorý bol poverený tým, aby vytvoril správu o možnosti pretvorenia EHS na hospodársku a menovú úniu. Wernerova skupina predložila svoj plán v roku 1970, ktorý pozostával z niekoľkých etáp. Podľa tohto plánu sa v priebehu desiatich rokov mala stať idea o menovej únii skutočnosťou. Plán požadoval zriadenie Európskej centrálnej banky a prenesenie niekoľkých fiškálnych právomocí na nadnárodnú, európsku úroveň. Plán sa však od počiatku stretával s rôznymi, i negatívnymi ohlasmi. Pád brettonwoodskeho systému spôsobil nestabilitu na svetových finančných trhoch. Európu zmietali dopady ropných šokov, čoho následkom bola zvýšená inflácia a stagnácia hospodárskeho rastu. V dôsledku hospodárskej a politickej situácie, ktorá nasledovala po páde B-W systému a ropnej kríze sa nakoniec Wernerov plán nikdy neuskutočnil, avšak položil základy pre neskorší, Delorsov plán.

Európsky menový systém

Dôvody vytvorenia Európskeho menového systému boli predovšetkým geopolitické so silnými ekonomickým záujmami. Hlavnými iniciátormi boli Francúzsko a Nemecko na podnet Roya Jenkinsa, vtedajšieho predsedu Európskej komisie, ktorý v októbri 1977 požiadal o novú iniciatívu Spoločenstva v menovej oblasti. Zvyšné krajiny sa k projektu Európskeho menového systému pridružili najmä preto, že ich vzájomne spájali ekonomické väzby v podobe colnej únie a zahraničná politika. Kreovaním jednotnej menovej únie sa vytvoril nový impulz politickej súdržnosti krajín Európy a ekonomiky boli o krok bližšie k európskej politickej únii. Práve eurozónu možno považovať za vhodný príklad toho, že je nemožné vytvoriť menovú úniu bez toho, aby sa vytvorila aj politická únia.

V roku 1979 došlo k vytvoreniu Európskeho menového systému (EMS), kedy sa osem krajín – Francúzsko, Dánsko, Belgicko, Luxembursko, Holandsko, Nemecko a Taliansko dohodlo, že vzájomne na seba naviažu kurzy svojich mien, aby sa tak vyhli kurzovým fluktuáciám. Menový systém bol systémom fixných, avšak upravitel'ných výmenných kurzov s fluktuačným pásmom. EMS bol stavaný na štyroch základných pilieroch:

1. Indikátory divergencie (Divergence Indicators);
2. Európska menová jednotka (European Currency Unit, ECU);
3. Mechanizmus výmenných kurzov (Exchange Rate Mechanism, ERM);
4. Úverové nástroje Európskeho fondu pre menovú spoluprácu (European Monetary Cooperation Fund, EMCF);

Indikátory divergencie slúžili ako nástroje včasného upozornenia pred nadmerným vychyľovaním kurzov od centrálnych parít. Včasné opatrenia mali zabrániť ďalšej divergencii krajín a použitiu devízových intervencií v prípade ochrany kurzu na hranici fluktuačného pásma. Druhý pilier pozostával z vytvorenia umelej menovej jednotky. Európska menová jednotka, označovaná ako ECU, bola košom mien krajín EHS, pričom jednotlivé meny boli individuálne vážené HDP a podielom obchodu krajiny. Váhy jednotlivých košov mien odrážali hospodársku vyspelosť a silu ekonomík. ECU plnila funkciu zúčtovacej jednotky a slúžila aj ako rezervná mena, ktorú centrálné banky používali pri intervenciách na devízovom trhu. Krajiny participujúce na mechanizme výmenných kurzov (ERM) sa zaviazali, že svoje menové kurzy budú udržiavať vo fluktuačnom pásme $\pm 2,25\%$ okolo centrálnej parity (ECU). Dočasná výnimka bola stanovená na $\pm 6,00\%$. V prípade, že kurz niektorého menového páru sa blížil k okraju

povoleného fluktuačného pásma, centrálné banky daných krajín automaticky zahájili neobmedzené devízové intervencie s cieľom udržať kurz vnútri pásma. Vzájomná podpora medzi krajinami sa vzťahovala na situácie, kedy bola ohrozená bilaterálna parita meny.

K snahe o posilnenie Európy z politického hľadiska došlo najmä po tom, ako sa USA ocitlo vo fáze ústupu v porovnaní so ZSSR, ktoré v tom čase naopak evidovalo narastajúci vplyv v globálnej ekonomike a medzinárodných vzťahoch. Cieľom EMS bolo konsolidovať európske hospodárstvo tým, že sa podporí vnútroeurópsky obchod prijatím systému pevného výmenného kurzu. Zabezpečiť sa mala aj politická stabilita v krajinách ako Francúzsko či Taliansko, ktoré sa vyznačovali vysokou infláciou a výrazným distribučným konfliktom. V čase pred vstupom Talianska do EMS sa vtedajší guvernér talianskej banky Paolo Baffi obával, že Taliansko, ktoré už v tom čase evidovalo veľkú nerovnováhu vo verejných financiách a vysoký rast nákladov práce, nebude schopné udržať pevný výmenný kurz s krajinami ako Nemecko, s nízkou mierou inflácie. Aj napriek týmto obavám sa nakoniec Taliansko rozhodlo spolupodieľať na vytvorení Európskeho menového systému. V rámci EMS medzi členskými krajinami došlo k posilneniu súdržnosti v dvoch oblastiach. Pevné, aj keď upravitel'né výmenné kurzy podporili rast európskeho obchodu a eliminovali riziko konkurenčných devalvácií a ich negatívne dopady na colnú úniu. Druhým pozitívnym prínosom bol proces konverencie mier inflácie v členských krajinách, čím sa následne uľahčila ďalšia menová integrácia.

Maastrichtská zmluva

Postupom času niektoré členské krajiny EMS obmedzovali svoje rozhodovanie v oblasti menovej politiky. Vedúcou krajinou sa stalo Nemecko, ktoré vykazovalo nižšiu infláciu ako ostatné krajiny a dokázalo presadiť svoju menovú politiku. Túto situáciu G.B. Pittaluga (2016) identifikoval ako „n-1 problém,“ ktorému čelia predovšetkým režimy s pevným výmenným kurzom. Tento problém vysvetľuje skutočnosť, že medzi n krajinami, ktoré participujú na dohode o výmenných kurzoch, akou bol aj EMS, v skutočnosti existuje len jeden n-1 výmenný kurz, ktorého krajina sa stane lídrom v oblasti menovej politiky a dostáva právo nastavovať pravidlá menového systému. Lídrom v oblasti menovej politiky tak môže byť len jedna krajina, prípadne sa ekonomiky dohodnú na kooperatívnej ceste, kedy menovú politiku kreujú všetky krajiny spoločne. Vedenie Nemecka by malo za následok stratu suverenity v oblasti menovej politiky ostávajúcich krajín. Vzhľadom k tomu, že proces konverencie v prípade miery inflácie nebol dokončený, viedlo by to k vzniku makroekonomických nerovnováh a následnému

kolapsu menového systému. Práve táto skutočnosť a negatívne dopady, ktoré z toho plynuli, podnietili orgány európskych krajín k úvahám o prijatí jednotnej meny a návrhu inštitucionálnej architektúry, ktorý by umožnil kolektívne riadenie menovej politiky.

V roku 1988 na konferencii Európskej rady v Hannoveri, bol vtedajší predseda Európskej komisie Jacques Delors poverený tým, aby v spolupráci s guvernérmí centrálnych bánk a ďalšími expertmi vypracoval plán na dosiahnutie menovej únie. Delorova správa zdôraznila potrebu vytvorenia jednotnej menovej únie s cieľom posilnenia vnútorného obchodu, ktorý by využíval všetky výhody s tým spojené. Menová únia mala byť dosiahnutá v troch etapách, ktoré bližšie popisuje aj O. Dědek (2014). Cieľom prvej etapy bolo urýchlenie konvergenencie hospodárskych vzťahov a posilnenie koordinácie menových politík. Druhé štádium malo byť zamerané na technické otázky, ktoré súviseli s prechodom na spoločnú menu. Tretia etapa by začala neodvolateľným zafixovaním výmenných kurzov. Následne by sa existujúce národné meny krajín nahradili jednotnou menou. Na výstupnú správu Delorsa naviazala medzivládna konferencia, ktorej hlavným cieľom bolo vytvorenie Zmluvy o Európskej únii, známu aj ako Maastrichtská zmluva. Táto zmluva nadobudla účinnosť v roku 1993 po absolvovaní ratifikačného procesu.

Maastrichtská zmluva obsahovala konvergenčné kritéria, ktoré museli jednotlivé krajiny pred vstupom do menovej únie splniť. Zmluva taktiež stanovovala dva dátumy. Ako prvý termín sa uvádzal rok 1997, kedy menová únia mohla vzniknúť za predpokladu, že najmenej polovica členských krajín Európskej únie splní požiadavky zakotvené v maastrichtských kritériách. Druhý, neskorší dátum, začiatok roku 1999 sa stanovil ako najneskorší termín vzniku menovej únie. Do tohto dátumu musela byť menová únia vytvorená bez ohľadu na to, koľko krajín splní konvergenčné kritéria. Európski lídri sa taktiež rozhodli pomenovať novú európsku menu, ktorá bude vo všetkých krajinách niest' jednotný názov – euro. Okrem iného, Maastrichtská zmluva obsahovala proces, akým sa menová únia bude kreovať. Tento proces bol rozvrhnutý do troch štádií, ktoré boli časovo pevne stanovené a každé štádium obsahovalo jasný cieľ a úlohy v súlade s Delorovou správou.

Turbulentné obdobie a prvé náznaky nestability menovej únie

Niekoľko rokov po vytvorení EMS sa v dôsledku inštitucionálneho vývoja či liberalizácie pohybu kapitálu narušilo jeho fungovanie. V roku 1992 sa objavili prvé problémy. V júni sa Dánsko v referende rozhodlo nevstúpiť do projektu Hospodárskej menovej únie. Nejasné výsledky referenda o Maastrichtskej zmluve vykazovalo aj

Francúzsko, čím sa napätie ešte viac prehĺbilo. Taktiež kurzy ekonomicky slabších krajín, medzi ktoré patrilo napríklad Taliansko, sa ocitli na spodnej hranici fluktučného pásma ($\pm 2,25\%$). Nemecko evidovalo vysokú mieru úrokovej sadzby, ktorú odmietalo znížiť. Pre väčšinu ekonomík to predstavovalo problém, nakoľko prispôsobenie ich úrokových sadzieb tej nemeckej bolo neudržateľné. Takýto sled udalostí viedol k zmene očakávaní zo strany investorov.

Problémy, ktoré sa prejavovali v EMS sa pre jej budúce fungovanie museli napraviť. Ako reakciu na vznikajúce problémy sa nemecká centrálna banka rozhodla zredukovať oficiálne úrokové sadzby, v dôsledku čoho boli Taliansko a Spojené kráľovstvo zasiahnuté značným odlevom kapitálu. Spojené kráľovstvo sa rozhodlo opustiť jednotný režim výmenných kurzov. Následne, Taliansko pozastavilo intervencie na obranu a posilnenie líry. Španielsko a Portugalsko devalvovali svoju menu v reakcii na predchádzajúce udalosti. V snahe zastaviť nápor na vznikajúcu krízu sa ministri Rady Ecofin rozhodli rozšíriť fluktučného pásma ERM. Z počiatku sa krajiny zaviazali, že svoje menové kurzy budú udržiavať vo fluktučnom pásme $\pm 2,25\%$ okolo centrálnej parity (ECU), avšak niektoré krajiny sa sťažovali, že toto fluktučné pásmo je veľmi úzke a tak sa dožadovali jeho úprav. Z tohto dôvodu sa v roku 1993 zaviedlo nové fluktučné pásmo $\pm 15\%$. Priaznivou udalosťou bolo aj druhé kolo dánskeho referenda, ktoré skončilo pozitívnym výsledkom. Krajine sa pri vyjednávaní Maastrichtskej zmluvy podarila uplatniť trvalá výnimka z povinnosti nahradiť svoju národnú menu eurom. Kríza v 1992 poukázala na limity režimu pevných výmenných kurzov. Faktom bolo, že politika vytvorená prijatím pevného výmenného kurzu má krátkodobé účinky, nakoľko núti krajinu s vysokou infláciou prijať menovú politiku krajiny s priaznivejšou ekonomickou situáciou. Po zmiernení napätia sa vytvoril Európsky menový inštitút, ktorého úlohou bolo zabezpečovanie koordinácie menových politík členských štátov a vykonávanie dohľadu. Toto turbulentné obdobie menovej únie posilnilo odhodlanie krajín realizovať Maastrichtskú zmluvu. Zdalo sa, že v prostredí vysokej mobility kapitálových tokov je jedine menová únia schopná chrániť vnútorný trh pred kurzovými špekuláciami, ktoré by mohli viesť ku kompletnej destabilizácii.

Vznik eurozóny

Aby sa členský štát EÚ stal súčasťou eurozóny musel (a stále musí) spĺňať Maastrichtské konvergenčné kritéria. Tieto kritéria sú stanovené tak, aby vstupom krajiny do eurozóny nevzniklo hospodárske riziko pre daný štát či eurozónu ako celok. Rozlišuje sa päť konvergenčných kritérií:

1. miera inflácie nesmie presahovať priemernú ročnú mieru inflácie dosiahnutú v 3 štátoch EÚ s najnižšou mierou inflácie o viac ako o 1,5%-uálny bod;
2. deficit verejných financií nesmie prekročiť 3% HDP;
3. štátny dlh nesmie prekročiť 60% HDP;
4. úroková miera na dlhodobé vládne cenné papiere nesmie presahovať priemernú úrokovú mieru existujúcu v 3 štátoch EÚ s najnižšou mierou inflácie o viac ako o 2%- uálne body;
5. členská krajina EÚ musí byť členom ERM II minimálne 2 roky pred vstupom bez toho, že by iniciovala devalváciu svojej meny.²

Prvý dátum, ktorý umožňoval vznik menovej únie za predpokladu, že aspoň polovica krajín Európskej únie splní stanovené konvergenčné kritéria nebol využitý. Eurozóna oficiálne vznikla začiatkom roku 1999, kedy kvalifikačné požiadavky splnilo 11 krajín – Belgicko, Francúzsko, Fínsko, Taliansko, Luxembursko, Nemecko, Holandsko, Portugalsko, Rakúsko a Španielsko. Pre mnohé krajiny sa príležitosť podieľať sa ako zakladajúca krajina na historicky prvom európskom priestore s jednotnou menou zdala veľmi atraktívnou. Z toho dôvodu sa mnohé krajiny snažili dosiahnuť stanovené konvergenčné kritéria. Niektoré krajiny si dopomáhali kreatívnym účtovníctvom³, najmä v oblasti znižovania rozpočtových deficitov pod 3% HDP. Tie krajiny, ktoré sa nezapojili do spoločnej menovej únie mali rôzne dôvody. Grécko aj napriek záujmu o spolupodieľanie sa na jednotnej mene, nespĺňalo konvergenčné kritéria a tak členstvo získalo až o dva roky. Dánsko so Spojeným Kráľovstvom si uplatnili trvalú výnimku, v dôsledku ktorej nemali povinnosť zaviesť jednotnú menu. Švédsko sa členom eurozóny nestalo kvôli nezapojeniu do mechanizmu výmenných kurzov. Európsky menový inštitút nahradila Európska centrálna banka (ECB), ktorá v súčasnosti sídli v nemeckom Frankfurt nad Mohanom. Hlavným cieľom ECB je sledovanie cenovej stability v eurozóne. Vytvorením eurozóny sa zavŕšila finálna etapa európskej menovej integrácie. Postupom času do eurozóny vstupovali ďalšie a ďalšie krajiny. V čase vzniku menovej únie až do roku 2002 euro slúžilo len na operácie v bezhotovostnom styku a na účtovné účely, pričom národné meny krajín sa naďalej využívali na hotovostné platby. 1. januára

² *Maastrichtské konvergenčné kritéria.* [online]. [cit. 30.03.2022]. Dostupné na: [https://is.ambis.cz/th/nkubl/Priloha c. 12. Maastrichtske konvergenčne kriteria.pdf](https://is.ambis.cz/th/nkubl/Priloha_c_12_Maastrichtske_konvergenčne_kriteria.pdf)

³ Kreatívne účtovníctvo možno definovať ako proces, v ktorom dochádza k účelovej manipulácii účtovných údajov do takej podoby, ktorú by si priali jej tvorcovia. Kreatívne účtovníctvo využíva medzery v účtovných štandardoch, aby vylepšilo obraz spoločnosti.

2002 boli do obehu uvedené eurobankovky a euromince a euro sa tak začalo využívať aj v hotovostnom styku a stalo sa zákonným platidlom na území eurozóny.

1.2 Definícia makroekonomických nerovnováh a ich prítomnosť v krajinách eurozóny

V priebehu posledných desaťročí sa v krajinách eurozóny naakumulovali výrazné a stále pretrvávajúce makroekonomické nerovnováhy. Pozorujeme ich vo vysokých schodkoch a prebytkoch na bežnom účte platobnej bilancie, v znižujúcej sa konkurencieschopnosti krajín, v náraste dlhov či zvyšujúcej sa miere nezamestnanosti. Jedným zo zdrojov týchto nerovnováh je rozdielny rast produktivity práce, ktorý vedie k rôznym investičným príležitostiam.

1.2.1 Definícia makroekonomických nerovnováh

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1176/2011 z 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh charakterizuje nerovnováhy ako „trend vedúci k vzniku makroekonomického vývoja, ktorý nepriaznivo ovplyvňuje alebo by mohol nepriaznivo ovplyvniť riadne fungovanie hospodárstva členského štátu alebo hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku.“⁴

Thomas Wieser (2011), bývalý predseda Hospodárskeho a finančného výboru Európskej únie, makroekonomické nerovnováhy charakterizoval ako pozitívnu alebo negatívnu pozíciu domácej, vonkajšej alebo finančnej premennej, ktorá môže časom spôsobiť (pokiaľ sa nebude korigovať), že saldo národných úspor a investícií bude natoľko neudržateľné, že sa náhle samo koriguje a tým spôsobí výrazné adaptačné šoky. Podľa Pierluigi a Sondermann (2018) predstavuje nerovnováha situáciu, kedy sú stavové a tokové veličiny dlhší čas mimo rovnováhy, čo sa prejavuje dlhotrvajúcou nerovnováhou medzi úsporami a investíciami, stratou konkurencieschopnosti sprevádzanou nadmerným rastom úverov, cien nehnuteľností či akumuláciou dlhu. Náprava týchto nerovnováh v prostredí, kde pôsobí silná nepružnosť trhu výrobkov a trhu práce vedie z krátkodobého hľadiska k vysokým stratám pracovných miest a z dlhodobého hľadiska je škodlivá pre potenciálny hospodársky rast.

⁴ EUR-LEX.EUROPA.eu. Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č.1176/2011 z 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh. [online]. Štrasburg. 2011. [cit. 11.01.2022]. s. 28. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1176&from=EN>

Bednářová a Hovorková Valentová (2015) vo svojej štúdií uvádzajú, že Európska menová únia predstavuje relatívne nesúrodé spojenie krajín čo vedie k rozdielnym dopadom spoločnej meny na jednotlivé ekonomiky. Nerovnováhy sa v dôsledku previazanosti ekonomík v menovej únii môžu prejavovať rôznymi cestami, či už prostredníctvom obchodu, finančných a menových väzieb, štrukturálnych reforiem, nedôvery či neistoty. Menový kurz má rozdielne dopady na konkurencieschopnosť jednotlivých členských štátov.

Makroekonomické nerovnováhy členíme z vnútorného a vonkajšieho hľadiska. Vonkajšiu (ne)rovnováhu najlepšie posúdime prostredníctvom hodnotenia platobnej bilancie krajiny a jej aspektov, ktoré odzrkadľujú výkonnosť reálnej ekonomiky. Medzinárodný Menový Fond charakterizuje platobnú bilanciu ako „štatistický výkaz, ktorý za vymedzené časové obdobie systematicky sumarizuje ekonomické transakcie danej krajiny so zvyškom sveta.“⁵ Údaje, ktoré poskytuje platobná bilancia sú dôležité pre formuláciu národnej a medzinárodnej politiky. Jej vonkajšie aspekty (napr. nerovnováha v platbách či vnútorné a vonkajšie zahraničné investície) zohrávajú vedúcu úlohu v hospodárskych a politických rozhodnutiach ekonomík.

Pri identifikovaní makroekonomických nerovnováh sa za kľúčový účet platobnej bilancie považuje bežný účet, ktorý poskytuje informácie o ekonomických transakciách národného hospodárstva so zahraničím. Na tomto účte sa evidujú všetky transakcie (okrem transakcií s finančnými položkami), ktoré zahŕňajú ekonomické hodnoty a vyskytujú sa medzi rezidentskými a nerezidentskými subjektmi. Bežný účet tak pozostáva z celkového súčtu a) medzinárodného obchodu s tovarmi a službami b) prvotných dôchodkov a c) druhotných (sekundárnych) dôchodkov.

Autori Blanchard a Milesi-Fereti (2011) uvádzajú, že nerovnováha bežného účtu platobnej bilancie môže vzniknúť z rôznych dôvodov - dobrých či zlých. Pokiaľ nerovnováha bežného účtu neohrozuje ekonomickú aktivitu danej krajiny ani aktivitu ostatných krajín, je na zodpovednosti každej krajiny, ako sa s ňou vysporiada. Príkladom zlého dôvodu pre vznik deficitu bežného účtu je úverový boom spôsobený zlyhaním fiškálnej regulácie alebo zníženie národných úspor v dôsledku nesprávneho jednaní fiškálnych orgánov. Deficity môžu vznikáť aj z dobrých dôvodov ako napr. dočasné zníženie cien exportu, priaznivé hospodárske vyhliadky do budúcnosti, ktoré vedú k

⁵ INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Balance of Payment Manual*. [online]. 5. vydanie. 2005. [cit. 17.01.2022]. str. 6. ISSN: 9781557753397. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>

nízkym úsporám a vysoký hraničný produkt, ktorý podnecuje rast investícií. Podobne ako deficit, aj prebytok bežného účtu má pozitívne a negatívne príčiny vzniku. Nedostatok sociálneho poistenia, zvyšovanie súkromných úspor a neefektívne finančné sprostredkovanie, ktoré vedie k nízkym investíciám sa považuje za negatívnu príčinu vzniku prebytku. Naopak, ako dobrý príklad vzniku prebytkov autori uvádzajú starnúce obyvateľstvo, ktoré si akumuluje úspory na dôchodok či obmedzené domáce investičné príležitosti. Prebytky môžu byť výsledkom aj pozitívnych externalít. Takýmto príkladom je silne obchodovateľný sektor, ktorý vedie k rastovej stratégii založenej na exporte charakterizovanej nízkym domácim dopytom a vysokým exportom.

Podľa Holinski a kol. (2012) pretrvávajúce deficity bežného účtu spôsobujú hromadenie zahraničného dlhu, ktoré vedú k jeho explodujúcej úrovni. Tento proces charakterizoval ako neudržateľný. Taktiež poznamenal, že rastúce nerovnováhy v eurozóne naznačujú skôr pokračujúci proces ekonomickej divergencie ako konvergenzie medzi krajinami. V spojitosti s bežným účtom platobnej bilancie spomenul aj teóriu maximalizácie intertemporálneho úžitku. Teória vychádza z predpokladu, že divergujúce bežné účty sú prirodzeným dôsledkom procesu konvergenzie medzi krajinami s rôznou úrovňou ekonomického rozvoja. Pri existencii integrovaných finančných trhoch, krajiny s nižším príjmom na obyvateľa pritiahnu viac domácich a zahraničných investícií, pretože ich vyšší očakávaný hospodársky rast a rast produktivity evokuje nadpriemerné miery návratnosti. V očakávaní vyššieho rastu budúcich príjmov by tieto krajiny mali viac spotrebovať a menej šetriť. Produktivita investovaného kapitálu by tak mala zabezpečiť, že naakumulovaný zahraničný dlh môže byť v konečnom dôsledku splatený. Odlišný pohľad na nerovnováhy bežného účtu majú Ordóñez a kol. (2014), ktorí narastajúce nerovnováhy bežného účtu nepovažujú za veľký problém. Podľa nich sa skôr jedná o prirodzený dôsledok zlepšenej medzinárodnej (re)alokácie kapitálu, a teda v konečnom dôsledku sa jedná o konvergenciu medzi krajinami.

Vnútorne nerovnováhy sa odzrkadľujú v rozdielnych cenách nehnuteľností, miere nezamestnanosti, toku úverov v súkromnom sektore, vo výške dlhu verejného aj súkromného sektora či priemerných mzdách jednotlivých krajín. Bednářová a Hovorková Valentová (2015) uvádzajú, že v rámci spoločnej menovej únie sa môžu v dôsledku previazanosti jednotlivých členských krajín, vnútorné nerovnováhy „prelievať“ z jednej krajiny do druhej, a teda zhoršenie výkonnosti jednej krajiny spôsobí zhoršenie životných podmienok v inej. Okrem iného, nerovnováhy medzi krajinami sú podmienené aj rozdielnou kvalitou politík a finančných inštitúcií.

1.2.2 Prítomnosť makroekonomických nerovnováh v krajinách eurozóny

Svetová ekonomika zažíva od 90. rokov 20. storočia narastajúcu a pretrvávajúcu vonkajšiu nerovnováhu. Táto skutočnosť otvára staré diskusie o nákladoch a prínosoch hospodárskej integrácie a globalizácie. Camarero a kol. (2020) tvrdia, že po finančnej kríze sa ukázalo, že nielen rozvíjajúce sa, ale aj vyspelé ekonomiky zvýšili svoju vonkajšiu zraniteľnosť v dôsledku procesu finančnej globalizácie. Výnimkou neostali ani krajiny európskeho kontinentu. Kríza odhalila, že globálne riadenie Európskej menovej únie bolo navrhnuté nesprávnym spôsobom, čím vznikla potreba posilniť jej ekonomickú odolnosť. Táto odolnosť bola definovaná ako schopnosť krajiny vyhnúť sa šoku alebo mu odolať.

Podľa Bednářová a Hovorková Valentová (2015) je vznik makroekonomických nerovnováh daný mnohými faktormi. Nerovnováhy súvisia s ekonomickou vyspelosťou krajín a jej hospodárskym cyklom, situáciou na finančných trhoch, správaním ekonomických subjektov či s menovou a fiškálnou politikou. Globálne makroekonomické nerovnováhy sa zvýšili v období expanzie svetovej ekonomiky v dôsledku rozvinutosti finančného sektora, liberalizácie kapitálových tokov, dostatku voľných finančných prostriedkov, nízkych úrokových mier a optimistických predikcií budúceho vývoja. Hospodárska kríza odhalila skutočnosť, že eurozóna spojila heterogénne krajiny s odlišným ekonomickým vývojom a prístupom k plneniu podmienok či dodržiavania princípov fungovania Európskej menovej únie. Eurozóna taktiež trpí štrukturálnou slabosťou niektorých ekonomík a ich verejných financií.

Blanchard a Giavazz (2002) poukázali na to, že v dôsledku prijatia jednotnej meny a následného zvýšenia finančnej integrácie v krajinách eurozóny, korelácia medzi úsporami a investíciami výrazne klesla. Zostatky bežných účtov krajín pozitívne korelovali s príjmom na obyvateľa, nakoľko kapitál prúdil „dolu kopcom“ z kapitálovo bohatších krajín do tých s jeho nedostatkom. Charakterizovali to ako príklad benígnej nerovnováhy, kedy krajiny s atraktívnymi investičnými príležitosťami a skvelými vyhliadkami hospodárskeho rastu zarábali na spoločnej mene.

Collignon (2013) tvrdí, že už počas prvého desaťročia existencie menovej únie, európske orgány benigne zanedbávali nerovnováhu bežného účtu niektorých krajín eurozóny. Bežný účet nezohľadňovala Maastrichtská zmluva ani konvergenčné kritéria pre vstup do eurozóny. O deficite bežného účtu krajín ako Grécko sa tvrdilo, že sa jedná o prirodzený jav, nakoľko sú krajiny navzájom úzko prepojené. Po hospodárskej kríze niektorí ekonómovia začali upozorňovať na fakt, že južné krajiny eurozóny majú deficit bežného účtu vyšší ako je jeho prijateľná úroveň, čo môže ohroziť celú menovú úniu.

Pretrvávajúce deficity generovali neustále zvyšujúcu sa úroveň zahraničného dlhu. Z tohto dôvodu začala prevládať obava, že deficity sú príliš vysoké a zahraničný dlh neudržateľný. Niektorí ekonómovia aj napriek tomu zastávali názor, že pokiaľ predpokladáme racionálne správanie ekonomických subjektov a deficity odrážajú rozhodnutia o súkromnom sporení a investovaní, nie je dôvod na vládne zásahy. Väčšina autorov sa však zhodla, že deficity bežných účtov južných krajín sú príliš veľké a nakoľko je potrebné zabrániť nadmernej nerovnováhe, eurozóna potrebuje nové politické nástroje.

Faktor, ktorý prispel k vytváraniu nerovnováh v eurozóne bol podľa Grosa (2012) úverový boom podporovaný ochotou riskovať na globálnych finančných trhoch. Expanzia úverov bola silná predovšetkým v južných krajinách eurozóny. Úverový boom a s tým súvisiaci nadmerný dopyt spôsobili nahromadenie domáceho a zahraničného dlhu. Príčinu nerovnováh Gros pripisuje, podobne ako Blanchard a Giavazzi, masívnemu presunu kapitálových tokov zo severu na juh eurozóny. Španielsko a Írsko na udržiavanie stavebného boomu využívali zahraničný kapitál. Grécko a Portugalsko zahraničný kapitál použili na financovanie spotreby. Taliansko nezažilo výrazný úverový boom, avšak nízke miery rastu spôsobili, že beztak objemný verejný dlh sa z dlhodobého hľadiska javil menej udržateľný. Hlavnou príčinou, straty konkurencieschopnosti v južných krajinách bola podľa autora expanzia domáceho dopytu financovaná prílevom kapitálu. Ťažkosti, s ktorými sa krajiny stretli boli dôsledkom náhleho zastavenia tokov súkromného kapitálu. K prehĺbeniu nerovnováh prispeli aj transmisné mechanizmy menovej politiky, ktoré v krajinách fungovali rôzne, z dôvodu veľkých rozdielov vo finančnej štruktúre členských štátov.

Empirické štúdie častokrát uvádzajú divergujúce nominálne a reálne úrokové miery ako jednu z hlavných príčin vzniku vonkajších nerovnováh v eurozóne. V čase kreovania eurozóny sa rozdiely v nominálnych výnosoch medzi jej členmi výrazne znížili. Realizácia jednotnej menovej politiky spôsobila prirodzený pokles výnosov krátkodobých úrokových mier. Dlhodobé výnosy konvergovali v dôsledku eliminácie kurzového rizika a rozdielnemu vnímaniu rizika zlyhania krajiny. Miera inflácie bola od počiatku menovej únie rozdielna, pričom krajiny periférie evidovali trvalo vyšší rast cenovej hladiny. Z týchto dôvodov sa reálne úrokové miery líšili, čo prispelo k narastajúcim dopytovým tlakom v južných krajinách eurozóny. Krajiny čelili rastúcemu deficitu bežného účtu, ktorý zodpovedal prílevu kapitálu zo zahraničia. Prílev kapitálu následne financoval súkromnú spotrebu, nákupy nehnuteľností a vládne deficity.

Prelomový moment pre eurozónu nastal podľa Pierluigi a Sondermann (2018) v roku 2010, kedy Grécko požiadalo o program medzinárodnej pomoci. V eurozóne sa začala prejavovať kríza štátneho dlhu, ktorá viedla k recesii a začalo pribúdať viac zraniteľných ekonomík. Murai a Schnabl (2021) uvádzajú, že krízové krajiny trpeli kolapsom daňových príjmov, vysokými nákladmi na rekapitalizáciu chorých bánk a pretrvávajúcimi stratami konkurencieschopnosti. Ekonomikám chýbala potrebná finančná, makroekonomická a štrukturálna sila. To spôsobilo, že v rokoch 2010 až 2013 niekoľko krajín (Cyprus, Portugalsko, Španielsko a Írsko) nasledovalo Grécko a vstúpilo do plnohodnotných programov finančnej pomoci Európskej únie a Medzinárodného menového fondu. Tieto programy boli zamerané na úpravu hospodárskej politiky, vrátane fiškálnej, finančnej a štrukturálnej reformy. Neskôr sa do verejných záchranných opatrení zapojilo aj Taliansko.

1.2.3 Konkurencieschopnosť ako jedna z príčin vzniku nerovnováh v EMÚ

Dôvod, ktorý podnietil vznik nerovnováh na bežnom účte platobnej bilancie krajín mnohí ekonómovia pripisujú konkurencieschopnosti. Od zavedenia jednotnej meny pretrvávajú medzi krajinami stále rozdiely v konkurencieschopnosti. Južné krajiny eurozóny neodôvodneným zvyšovaním miezd zhoršili svoju konkurencieschopnosť, zatiaľ čo krajiny severu držali náklady pod kontrolou a konkurencieschopnosť zvýšili. Pretrvávajúce straty konkurencieschopnosti a s tým spojená vonkajšia nerovnováha zvyšujú ekonomickú a finančnú zraniteľnosť jednotlivých krajín. Vzhľadom na silnú finančnú a obchodnú prepojenosť medzi krajinami eurozóny takáto strata môže brániť fungovaniu eurozóny ako celku.

Problém rozdielnej konkurencieschopnosti v krajinách menovej únie nie je novodobý fenomén, ale európskych lídrov trápi už niekoľko rokov. Gros (2012) vo svojej štúdiu uviedol, že bývalý prezident ECB Jean-Claude Trichet údajne niekoľko rokov pravidelne na každom zasadnutí Európskej rady prezentoval graf, ktorý znázorňoval rozdiely v jednotkových nákladoch práce medzi členskými krajinami eurozóny. Aj to mohlo podnietiť tvorcov politik k tomu, aby konkurencieschopnosti začali venovať väčšiu pozornosť. Postup pri makroekonomickej nerovnováhe, ktorý bol Európskou komisiou zavedený v roku 2011, a ktorému sa bližšie venujeme v nasledujúcej kapitole, obsahuje v rámci hodnotiacej tabuľky dva indikátory konkurencieschopnosti. Ide o jednotkové náklady práce a spotrebiteľské ceny. Jednotkové náklady práce naznačujú, že rozdiely medzi krajinami eurozóny pochádzajú predovšetkým z dynamickejšieho

nárastu nákladov práce v krajinách trpiacich deficitom bežného účtu v porovnaní s prebytkovými krajinami. K rastu jednotkových nákladov práce dôjde v tom prípade, keď nominálne mzdy rastú rýchlejším tempom ako produktivita práce. Rozdiel v nákladoch práce možno pripísať aj heterogenite daňových systémov a sociálneho zabezpečenia krajín. K zhoršeniu konkurencieschopnosti dochádza zväčša v obchodovateľnom sektore. Môže však nastať situácia, kedy indikátory konkurencieschopnosti odrážajú dopytové šoky pochádzajúce z neobchodovateľného sektora v dôsledku prílevu kapitálu, ktorý tlačí ceny a mzdy smerom hore.

Indikátory konkurencieschopnosti, podobne ako zvyšné ukazovatele hodnotiacej tabuľky, slúžia ako potenciálne varovné signály nadmernej nerovnováhy krajín. Či posudzovanie indikátorov konkurencieschopnosti skutočne povedie k politikám zameraným na jej zvýšenie možno len ťažko predikovať. Je náročné odprezentovať aká je správna, prípadne rovnovážna úroveň konkurencieschopnosti. Obnovenie konkurencieschopnosti jednej krajiny, znamená zhoršenie pre ostatné krajiny. K jej náprave môže dôjsť zvýšením miezd v krajinách s nízkymi nákladmi na prácu, prípadným znížením miezd v krajinách s príliš vysokými nákladmi na prácu.

Odborná literatúra častokrát uvádza, že problémom býva aj previazanosť konkurencieschopnosti s exportom. Strata nákladovej konkurencieschopnosti by v zásade mala viesť k nižšiemu exportu krajín, prípadne nižším podielom na vývoznom trhu. V praxi sa názory rôznych ekonómov na túto hypotézu rozchádzajú. Gros (2012) uvádza, že krajiny aj napriek nižšej konkurencieschopnosti ostávajú po exportnej stránke relatívne silné. Strata konkurencieschopnosti sa v prípade Grécka a Portugalska dá vysvetliť prebytkom na strane importu. V dôsledku značného poklesu nominálnych úrokových sadzieb a optimistických vyhládok budúcich príjmov a ziskov zo strany spotrebiteľov či firiem, dochádzalo k nadmerným domácim výdavkom a spotrebe. V Írsku a Španielsku je za stratou konkurencieschopnosti zodpovedná výstavba. Opačný názor zastávajú Pierluigi a Sondermann (2018), podľa ktorých sa nižšia konkurencieschopnosť prejavila v mnohých krajinách stratou podielov na exportných trhoch. V porovnaní s obdobím pred krízy sa však tieto straty stávali čoraz menej výraznými.

Oživenie rastu konkurencieschopnosti si vyžaduje prijatie a implementáciu finančných, makroekonomických a štrukturálnych reforiem. Novým investíciám však prekáža nadmerná regulácia a absencia kvalitných inštitúcií. Ako reakciou na pretrvávajúci problém nízkej produktivity, ktorá spôsobuje stratu konkurencieschopnosti,

v roku 2016 Európska Rada vyzvala členské štáty eurozóny, aby zriadili Národnú radu pre produktivitu (NRP). Rada každej krajiny má za úlohu monitorovať, analyzovať a vyhodnocovať produktivitu a konkurencieschopnosť svojej ekonomiky. Takáto komplexná analýza krajínám pomáha identifikovať problematické oblasti na národnej úrovni a zároveň ponúka možnosti riešenia. Na Slovensku vznikla Rada pre produktivitu 1. septembra 2019.

1.3 Kategorizácia krajín eurozóny z pohľadu rôznych ekonómov

Vzťah medzi jadrom a periferiou krajín menovej únie sa venovalo mnoho významných ekonómov. Gros (2012) uvádza, že najväčšia nerovnováha v eurozóne vzniká medzi krajinami s prebytkom alebo deficitom bežného účtu platobnej bilancie. Toto členenie je do istej miery podobné tomu z roku 1997, kedy sa viedli diskusie o tom, ktoré krajiny sú kvalifikované na prijatie eura a ktoré krajiny ešte musia splniť určité požiadavky, aby sa k nim mohli pridať. Vo všeobecnosti sa krajiny eurozóny členia na dve skupiny: jadro a periféria alebo južné a severné krajiny.

Za kľúčový spôsob členenia krajín sa považuje prístup podľa Bayoumi a Eichengreen (1993). Tí pomocou agregátneho dopytu a agregátnej ponuky (AD-AS model) spolu s údajmi z rokov 1963-1988 rozčlenili krajiny Európy na jadro a perifériu ešte pred samotným vznikom Hospodárskej menovej únie. Podľa ich analýzy je medzera medzi týmito dvoma oblasťami identifikovaná na základe korelácií ponukových šokov, nakoľko dopytové šoky neumožnili rozlíšiť jadro od periférie. Šoky na strane ponuky boli v rámci jadra menovej únie vysoko korelované (Nemecko, Francúzsko, Belgicko, Holandsko, Dánsko), kým na periférii dochádzalo k nižšej korelácii (Grécko, Írsko, Taliansko, Španielsko a Spojené Kráľovstvo). Už v tom čase autori upozorňovali na fakt, že pokiaľ bude tento rozdiel medzi krajinami naďalej pretrvávať, priepasť medzi jadrom a periferiou môže ohroziť budúcnosť menovej únie.

V diplomovej práci budeme pri členení krajín menovej únie vychádzať z klastrovej (zhlukovej) analýzy, ktorú pri identifikácii krajín eurozóny využil Holinski a kol. (2012). Cieľom zhlukovej analýzy je zaradiť skúmané objekty, v tomto prípade krajiny menovej únie, do určitých skupín tak, aby krajiny v rámci skupiny boli čo najviac podobné a zároveň skupiny medzi sebou čo najviac rozdielne. Výhodou analýzy je, že skúmané objekty dokáže rozdeliť na základe viacerých ukazovateľov. Holinski a kol. na definovanie dvoch skupín použili údaje o zakladajúcich členoch menovej únie. K členom

priradili aj Grécko, ktoré sa pričlenilo do eurozóny v 2001. Krajiny, ktoré vstúpili do únie neskôr, boli z clusteringu vylúčené. Zhluková analýza bola vykonaná na údajoch o bežnom účte platobnej bilancie a súkromných úsporách 12 krajín eurozóny. Obe analýzy zaradili krajiny menovej únie rovnako. Medzi ekonomicky zodpovednejšie, severné krajiny boli zaradené Nemecko, Holandsko, Rakúsko a Fínsko. Krajiny sa považujú za hnacie ekonomiky menovej únie s pretrvávajúcim prebytkom bežného účtu platobnej bilancie, s dobrou konkurencieschopnosťou, vyššou mieru zamestnanosti a menšou vnútornou nerovnováhou. Medzi južné krajiny eurozóny Holinski a kol. zaradili Grécko, Írsko, Španielsko a Portugalsko. Krajiny zo zavedenia spoločnej meny neprofitujú, naopak, ich nerovnováhy sa na národnej úrovni ešte viac prehĺbili. Krajiny vykazujú vysokú mieru nezamestnanosti, ich deficit na bežnom účte sú výrazné a stále sa zväčšujú a ich konkurencieschopnosť klesá. Zvyšné štyri krajiny - Francúzsko, Taliansko, Belgicko a Luxembursko majú v tomto prípade neurčité postavenie, nakoľko ich členenie sa líši od použitej špecifikácie. K rovnakému rozdeleniu krajín na severnú a južnú časť dospel aj Gros (2012), ktorý krajiny eurozóny definoval len na základe vývoja bežného účtu platobnej bilancie. Krajiny, ktoré sa rozprestierajú na severe od Álp sa vyznačujú prebytkom bežného účtu a krajiny južne od Álp zas deficitom, s výnimkou Írska.

Významným prínosom v tejto problematike členenia krajín eurozóny bola analýza od Blancharda a Giavazziho (2002). Autori sa zamerali na rozdiely medzi investíciami a úsporami v období pred a bezprostredne po zavedení spoločnej meny v zakladajúcich krajinách. Ich analýza ukázala, že korelácia medzi úsporami a investíciami výrazne klesla pred, ale najmä s príchodom eura. Túto skutočnosť interpretovali ako zvýšenú finančnú integráciu, ktorá prichádza s prijatím jednotnej meny. Poukázali na to, že zostatky bežných účtov členských krajín menovej únie rástli s príjmom na obyvateľa. Tým sa preukázalo, že kapitál prúdi „dolu kopcom“ z vyspelejších, kapitálovo bohatších krajín do menej vyspelých a kapitálovo obmedzenejších krajín v eurozóne.

V nadväznosti na týchto autorov v téme pokračovali aj ďalší ekonómovia. Prevažná časť existujúcich analýz o základných a periférnych skupinách v eurozóne využívala statický prístup. Prístup, ktorí navrhli Campos a Macchiarelli (2020) identifikuje kľúčové krajiny do troch skupín – tvrdé jadro, mäkké jadro, resp. prechodná skupina a rozšírená periféria. Autori zastávajú názor, že optimálnosť menovej únie je funkciou relatívnej sily a vzdialenosti medzi jej členmi. Toto členenie vykonali pomocou prístupu Phillipsa a Sula (2007), ktorí analyzovali konvergenciu vládneho dlhu, príjmov

a výdavkov. Túto analýzu stavali na neoklasickom rastovom modeli s heterogénnou technológiou a hľadali konvergenciu výstupu. Campos a Macchiarelli sa na rozdiel od statického prístupu, vo svojej analýze zamerali na to, ako sa pravdepodobnosť klasifikácie jadra či periférie mení v priebehu času.⁶

Vo všeobecnosti sa jadro, podobne ako severná časť eurozóny, vyznačuje vysokou zamestnanosťou a ekonomickým rastom. Krajiny na periférii eurozóny boli v porovnaní so severnými krajinami viac postihnuté finančnou krízou a v súčasnosti prežívajú sekulárnu stagnáciu. Do jadra eurozóny zaraďujeme Rakúsko, Belgicko, Nemecko, Holandsko, Fínsko a Luxembursko. Perifériu eurozóny tvorí Taliansko, Španielsko, Portugalsko, Írsko a Grécko. Aj v týchto dvoch skupinách sú rozdelené členské krajiny, ktoré do eurozóny vstúpili v priebehu prvých dvoch rokoch od jej vzniku – s výnimkou Francúzska. Francúzsko je z hľadiska členenia veľmi osobitnou krajinou, nakoľko má „prechodné“ obdobia. Správanie na bežnom účte krajiny vykazovalo v minulosti zmiešané črty, kedy prebytky striedali deficit – krajina nezdala jasné znaky ani jednej skupiny. Obdobný vývoj mali aj zvyšné makroekonomické indikátory. Z tohto dôvodu nedokážeme jednoznačne určiť, či sa Francúzsko nachádza v jadre alebo periférii eurozóny.

1.4 Postup pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN)

Druhé desaťročie Európskej menovej únie sa nieslo v znamení úsilia o reformu na národnej a nadnárodnej úrovni a taktiež v snahe o prebudovanie základných pilierov menovej únie. Bol vytvorený mechanizmus pre stabilitu, ktorý slúžil ako nástroj trvalého krízového mechanizmu, vytvorili sa hlavné piliere bankovej únie, reformoval sa Pakt stability a rastu a v neposlednom rade sa zaviedol nový Postup pri makroekonomickej nerovnováhe. Od roku 2011 sú makroekonomické nerovnováhy jednotlivých krajín Európskej únie analyzované prostredníctvom tzv. Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe (Macroeconomic Imbalances Procedure). Makrofinančné a makroštrukturálne aspekty, ktoré spôsobujú akumuláciu vonkajších a vnútorných nerovnováh sa ukázali ako kľúčové faktory pri spúšťaní kríz platobnej bilancie a dlhu. Udalosti nasledujúce bezprostredne po finančnej kríze zdôraznili potrebu posilniť rámec makroekonomického dohľadu v európskych krajinách, nakoľko pôvodný návrh

⁶ CAMPOS, F. Nauro – MACCHIARELLI, Corrado. The dynamics of core and periphery in the European monetary union: *A new approach*. [online]. University College London, United Kingdom. 2020. [cit. dňa 05.01.2022]. Dostupné na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560620302813#s0030>

hospodárskej a menovej únie neobsahoval žiadny nástroj na užšiu koordináciu. Z tohto dôvodu bol vytvorený Postup pri makroekonomickej nerovnováhe (PMN), ktorý poukázal na nutnosť zmeny v systéme európskej ekonomickej konvergenencie.

Postup je súčasťou balíka šiestich reformných opatrení, známeho pod názvom Six-pack. Všeobecným cieľom balíka legislatívnych aktov je zlepšiť dohľad nad hospodárskymi a sociálnymi politikami v členských štátoch. PMN je integrovaný do ročného multilaterálneho cyklu dohľadu EÚ – európskeho semestra. Program PMN začal v období, v ktorom už niekoľko členských štátov bolo zapojených do procesu odstraňovania existujúcich nerovnováh. Z tohto dôvodu, cieľom viacročného indikatívneho programu je monitorovať a podporovať nápravu už existujúcich nerovnováh a predchádzať vzniku nových. Tejto skutočnosti sa prispôbili aj opatrenia, ktoré sa členia na dva typy - preventívne a nápravné opatrenia. Preventívne opatrenia sa očakávajú u krajín, v ktorých sa nerovnováha prejavila v minulosti a stále pretrváva.

Legislatívny základ PMN nájdeme v článkoch zmluvy, ktoré sa zaoberajú koordináciou hospodárskej politiky. Hlavným zmluvným základom pre dohľad PMN je článok 121 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, ktorý poskytuje zdôvodnenie mnohostranného dohľadu v EÚ, Všeobecné usmernenia pre hospodársku politiku a odporúčania pre jednotlivé krajiny. Postupom pri makroekonomickej nerovnováhe sa zaoberá Nariadenie Európskeho Parlamentu a Rady (EÚ) č. 1174/2011 o opatreniach na presadzovanie vykonávania nápravy nadmernej makroekonomickej nerovnováhy v rámci eurozóny (nápravné opatrenia) a Nariadenie Európskeho Parlamentu a Rady (EÚ) č. 1176/2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh (preventívne opatrenia). Oba časti dohľadu – nápravné a preventívne sú časovo presne vymedzené a zapadajú do priebehu európskeho semestra.

Nariadenie č. 1174/2011 sa týka len krajín eurozóny. Z nariadenia č. 1176/2011 sme vychádzali pri definícii nerovnováh. Okrem bežných nerovnováh, nariadenie charakterizuje aj nadmerné nerovnováhy ako „vážne nerovnováhy vrátane nerovnováh, ktoré ohrozujú riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie alebo predstavujú takéto riziko.“⁷ Článok 4 odsek 3 definuje povahu:

⁷ EUROPEAN COMMISSION. *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, Application: A Compendium*. [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union. 2016. ISBN978-92-79-54353-1 str. 21. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip039_en_2.pdf

- a) *vnútorných nerovnováh* vrátane tých, ktoré môžu vzniknúť v dôsledku verejného i súkromného zadlženia, vývoja na finančnom trhu a na trhu s aktívami vrátane bývania, vývoja úverových tokov v súkromnom sektore a vývoja nezamestnanosti.
- b) *vonkajších nerovnováh* vrátane tých, ktoré môžu vzniknúť v dôsledku vývoja stavov bežného účtu a čistých investícií členských štátov, reálnych efektívnych výmenných kurzov, podielov na vývoznom trhu, zmien vo vývoji cien a nákladov a necenovej konkurencieschopnosti, s prihliadnutím k rôznym zložkám produktivity.⁸

V nariadení, ktoré opisuje fungovanie viacročného indikatívneho programu sa predpokladá niekoľko krokov, ktoré má Rada a Komisia dodržať pri jeho implementácii. **Prvým krokom** Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe je mechanizmus varovania. V tomto kroku Komisia vypracuje a publikuje výročnú správu obsahujúcu hospodárske a finančné hodnotenie. To je založené na hodnotiacej tabuľke so súborom indikátorov, ktorého hodnoty sa porovnávajú s ich orientačnými hraničnými hodnotami. Výročná správa tak obsahuje zoznam členských krajín, o ktorých sa Komisia domnieva, že by mohli byť postihnuté nerovnováhami, prípadne im toto riziko hrozí. **Druhý krok** predstavuje hĺbkové preskúmanie, ktoré vykonáva Komisia. Súčasťou hĺbkového preskúmania je podrobná analýza špecifická pre jednotlivé krajiny. Hodnotí a preskúmava sa celý rad ekonomických veličín, využívajú sa analytické nástroje a kvalitatívne informácie špecifické pre jednotlivé krajiny. Výsledkom tohto preskúmania je hodnotenie, ktoré poukazuje na to, či krajinu reálne postihli nerovnováhy a či sa jedná o nadmerné nerovnováhy. Pokiaľ krajina skutočne trpí nerovnováhami, preskúma sa ich pôvod, obchodné a finančné prepojenie medzi členskými krajinami. **Tretím krokom** sú preventívne opatrenia v podobe odporúčaní, ktoré adresuje Rada na základe odporúčaní Komisie dotknutým štátom. V prípade nadmerných nerovnováh Rada EÚ na odporúčanie Komisie aktivuje „postup pri nadmernej nerovnováhe“, ktorý obsahuje politické opatrenia v kombinácii so zvýšeným dohľadom. Stanoví sa lehota, v ktorej musí dotknutý štát predložiť plán nápravných opatrení. V prípade opakovaného nedodržania opatrení a pravidiel zo strany členských štátov môže dôjsť k udeleniu sankcií vo forme pokút (v krajinách eurozóny), prípadne k zadržaniu finančných prostriedkov EÚ.

⁸ EUR-LEX.EUROPA.eu. *NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY (EÚ) č. 1176/2011 zo 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh.* [online]. str. 29. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1176&from=EN>

1.5 Indikátory makroekonomických nerovnováh

Ako už bolo spomenuté, Postup pri makroekonomickej nerovnováhe uvádza niekoľko krokov na identifikáciu nerovnováh v členských krajinách. Meranie a hodnotenie týchto makroekonomických nerovnováh je možné prostredníctvom konkrétnych ukazovateľov, ktoré sú obsiahnuté v Nariadení č. 1176/2011. Súbor ukazovateľov nájdeme v hodnotiacej tabuľke (Scoreboard), ktorá poskytuje štatistickú podporu pre správu o mechanizme varovania. Tabuľku vydáva Komisia na začiatku európskeho semestra. Nariadenie uvádza, že „hodnotiaca tabuľka obsahuje malý počet relevantných, praktických, jednoduchých, merateľných a dostupných makroekonomických a makrofinančných ukazovateľov pre členské štáty. Ukazovatele umožňujú včasné zistenie makroekonomických nerovnováh, ktoré sa objavujú krátkodobo, ako aj tých, ktoré vznikajú v dôsledku štrukturálnych a dlhodobých trendov.“⁹

Scoreboard sa skladá zo základných 14 indikátorov, ktoré slúžia na včasnú identifikáciu a monitorovanie vonkajších a vnútorných makroekonomických nerovnováh, ako aj sociálneho vývoja a vývoja v oblasti zamestnanosti. Tieto indikátory pochádzajú z niekoľkých oblastí, ktorými sú:

- *vonkajšia udržateľnosť* - cieľom je zachytiť riziká spojené s veľkými a rastúcimi zásobami zahraničných záväzkov, nakoľko môžu odrážať rastúce riziko veriteľov a možné nesprávne pridelenie zdrojov;
- *obchodná výkonnosť a konkurencieschopnosť* - cieľom obchodnej výkonnosti je sledovanie štrukturálneho a dlhodobého vývoja, ktorý môže vyústiť do dlhotrvajúcich deficitov obchodnej bilancie a akumulácie čistých zahraničných aktív. Strata či zhoršenie konkurencieschopnosti môže byť zodpovedná za zníženie potenciálneho rastu, čo sťažuje splácanie dlhu;
- *zadlženosť súkromného sektora* – cieľom je sledovať stav dlhu domácností a nefinančných spoločností, aby sa predišlo rizikám spojených s nadmernou zadlženosťou;

⁹ EUR-LEX.EUROPA.eu. NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY (EÚ) č. 1176/2011 zo 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh. [online]. str. 29. [cit. 21.03.2022]. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1176&from=EN>

- *vládny dlh* – sledovanie verejného dlhu je potrebné pre získanie úplného obrazu o zdrojoch makrofinančných rizík a na posúdenie interakcií medzi štátnym dlhom a inými sektormi hospodárstva;
- *finančný sektor* – cieľom je monitorovanie potenciálnych rizík, ktorými by sa mohli posilniť šoky v reálnej ekonomike;
- *trh bývania a hypoték* – cieľom je sledovať vytváranie bublín v cenách obytných nehnuteľností a sledovanie veľkých korekcií cien smerom nadol;
- *zamestnanosť a sociálny vývoj* – ukazovatele zamestnanosti sú v hodnotiacej tabuľke za účelom identifikácie problémov s prispôbením trhu práce. Cieľom tejto oblasti je posilnenie zamestnaneckého a sociálneho rozmeru PMN.¹⁰

V prvej tabuľke sú zobrazené a popísané všetky indikátory, na základe ktorých možno identifikovať potenciálnu vonkajšiu nerovnováhu a konkurencieschopnosť krajín.

Tabuľka 1 Indikátory hodnotiace vonkajšiu nerovnováhu a konkurencieschopnosť krajín

	Jednotky	Hraničné hodnoty
Bežný účet platobnej bilancie	3-ročný priemer	Spodná hranica -4% Horná hranica 6%
Čistá medzinárodná investičná pozícia	% HDP	-35%
Reálny efektívny výmenný kurz	3-ročná % zmena	±5% krajiny eurozóny ±11% krajiny mimo eurozóny
Podiel na svetovom exporte	5-ročná % zmena	Spodná hranica -6%
Nominálne jednotkové náklady práce	3-ročná % zmena	9% krajiny eurozóny 12% krajiny mimo eurozóny

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EC.EUROPA.EU. Dostupné na:
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>

V druhej tabuľke sú uvedené indikátory slúžiace na identifikáciu vnútorných nerovnováh v krajinách.

¹⁰ EUROPEAN COMMISSION. *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, Application: A Compendium*. [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union. 2016. ISBN978-92-79-54353-1. str. 36-37. [cit. 23.03.2022]. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip039_en_2.pdf

Tabuľka 2 Indikátory hodnotiace vnútornú nerovnováhu krajín

	Jednotky	Hraničné hodnoty
Index cien nehnuteľností – deflátor	1-ročná % zmena	Horná hranica 6%
Úverový tok súkromného sektora – konsolidovaný	% HDP	Horná hranica 14%
Dlh súkromného sektora - konsolidovaný	% HDP	Horná hranica 133%
Vládny dlh	% HDP	Horná hranica 60%
Miera nezamestnanosti	3-ročný priemer	Horná hranica 10%
Celkové pasíva finančného sektora – nekonsolidované	1-ročná % zmena	Horná hranica 16,5%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EC.EUROPA.EU. Dostupné na:
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>

Tretia tabuľka pozostáva z troch indikátorov popisujúcich trh práce.

Tabuľka 3 Indikátory hodnotiace trh práce krajín

	Jednotky	Hraničné hodnoty
Miera aktivity¹¹	3-ročná zmena v percentuálnych bodoch	Spodná hranica – 0,2 p.b.
Miera dlhodobej nezamestnanosti¹²	3-ročná zmena v percentuálnych bodoch	Horná hranica 0,5 p.b.
Miera nezamestnanosti mládeže¹³	3-ročná zmena v percentuálnych bodoch	Horná hranica 2,0 p.b.

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EC.EUROPA.EU. Dostupné na:
<https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>

Ukazovatele hodnotiacej tabuľky by mali prechádzať priebežnou aktualizáciou tak, aby ich počet, definície a hraničné hodnoty zodpovedali meniacej sa povahe

¹¹ % celkovej populácie vo veku 15-64 rokov.

¹² % aktívneho obyvateľstva vo veku 15-74 rokov.

¹³ % aktívneho obyvateľstva vo veku 15-24 rokov.

makroekonomických nerovnováh. Hodnotiacu tabuľku okrem základných dopĺňa aj 28 pomocných indikátorov, označovaných ako ukazovatele druhej úrovne. Tie predstavujú relevantný zdroj doplňujúcich informácií a napomáhajú k dolad'ovaniu politických odporúčaní, ktoré spadajú do rozsahu viacročného indikatívneho programu. Pomocné ukazovatele nemajú žiadne hraničné hodnoty. Výklad všetkých ukazovateľov, základných aj pomocných, je doplnený ekonomickým úsudkom a odbornými znalosťami pre danú krajinu.

2 Cieľ práce

V prostredí žiadnej menovej únie sa nemožno absolútne vyhnúť prítomnosti makroekonomických nerovnováh a eurozóna v tomto prípade nie je výnimkou. Cieľom predkladanej záverečnej práce je analyzovať a popísať hlavné príčiny vzniku makroekonomických nerovnováh v prostredí Európskej menovej únie.

Praktická časť záverečnej práce je venovaná dvom samostatným analýzám. S využitím zhlukovej analýzy a vybraných makroekonomických indikátorov, sú krajiny eurozóny začlenené do heterogénnych zhlukov. Skúmané sú dva roky, 2007 a 2019, v dôsledku čoho možno pozorovať, či hospodárska kríza ovplyvnila vývoj makroekonomickej situácie krajín a či sa krajiny v druhom sledovanom roku zhluchovali inak. Druhá analýza sa zameriava na rozbor hlavných indikátorov hodnotiacej tabuľky, pomocou ktorých možno vyhodnotiť, či krajiny eurozóny v súčasnosti trpia vnútornými, vonkajšími alebo sociálnymi nerovnováhami, prípadne či sa jedná o nadmerné nerovnováhy. Súčasťou diplomovej práce sú aj rozpracované čiastkové ciele, ktoré rozoberajú:

- historický vývoj eurozóny, ktorý je rozdelený do šiestich na seba nadväzujúcich udalostí;
- stručnú charakteristiku makroekonomických nerovnováh a ako ich vnímajú jednotliví ekonómovia;
- spôsob, akým sa makroekonomické nerovnováhy prejavovali v menovej únii v minulosti;
- ako na divergenciu eurozóny vplýva odlišná konkurencieschopnosť krajín;
- kategorizáciu krajín podieľajúcich sa na spoločnej mene a rôzne názory autorov na ich členenie;
- charakteristiku a stručný opis Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe;
- hlavné indikátory hodnotiacej tabuľky, prostredníctvom ktorých sa nerovnováhy v eurozóne identifikujú a posudzujú.

3 Metodika práce a metódy skúmania

Predkladaná práca pozostáva zo 4 kapitol, ktoré sú ďalej členené na podkapitoly. Pri písaní záverečnej práce sme dostupné informácie čerpali z domácej, ale najmä zahraničnej literatúry, publikovaných vedeckých a odborných článkov, diskusií a príspevkov. Informácie z týchto zdrojov sú uplatnené predovšetkým v teoretickej časti záverečnej práce. Kvantitatívne dáta potrebné na vypracovanie analýz sme čerpali z jednotného zdroja - európskej štatistickej databázy EUROSTAT. Pre ich následné spracovanie bol využitý IBM SPSS softvér a MS Excel.

3.1 Zhluková analýza a jej využitie pri kategorizácii krajín eurozóny

Zhluková analýza, nazývaná aj clustering, je viacrozmerná štatistická metóda, ktorej základom je klasifikácia skúmaných objektov do skupín (zhlukov). Objekty sa vyznačujú veľkým množstvom premenných (vlastností). Základom clusteringu je, že objekty v rámci toho istého zhluku majú vlastnosti čo najviac podobné, pričom medzi zhlukmi existuje značná heterogenita. Prvé zmienky o teórii zhlukovej analýzy sa datujú od roku 1939. Uplatnenie nachádza v mnohých oblastiach, najmä však v tých, v ktorých majú objekty tendenciu zoskupovať sa. Ide napríklad o oblasti biológie¹⁴, marketingu, poisťovníctva, častokrát sa využíva pri triedení informácií alebo rozdelení trhu spotrebiteľov. Aj napriek užitočnosti a popularnosti, zhluková analýza zahŕňa určité obmedzenia. Problémom môže byť zvolenie správneho počtu zhlukov, prípadne to, či zhluky, ktoré boli vytvorené na základe premenných skutočne predstavujú rôzne zoskupenia alebo náhodne sa vyskytujúce koncentrácie pozorovaní v rámci pôvodnej distribúcie. Z tohto dôvodu, možno clustering charakterizovať len ako štatistickú prieskumnú techniku.

V diplomovej práci je zhluková analýza aplikovaná na kategorizáciu krajín menovej únie. Na základe vykonanej analýzy odpovieme na základnú otázku:

- 1) ktoré indikátory predurčujú vytváranie zhlukov a ktoré krajiny majú tendenciu byť v rovnakých zoskupeniach;

Použitím clusteringu v dvoch odlišných časových obdobiach zároveň analyzujeme, ako sa jednotlivé krajiny vyvíjali v priebehu času. Vedľajším cieľom preto bude:

¹⁴ v biológii je zhluková analýza známa pod názvom binomická nomenklatúra

- 2) zistiť, či krajiny v priebehu času zostávajú z pohľadu clusteringu stabilné alebo sa zoskupenie krajín mení;

Holinski a kol. sa pri zhlukovej analýze zamerali na zakladajúce krajiny menovej únie, ku ktorým priradili aj Grécko. Analýza predkladanej práce je vykonaná na všetkých krajinách, ktoré postupne vstupovali do eurozóny od jej vzniku až po súčasnosť. Jedná sa o nasledujúcich 19 krajín:

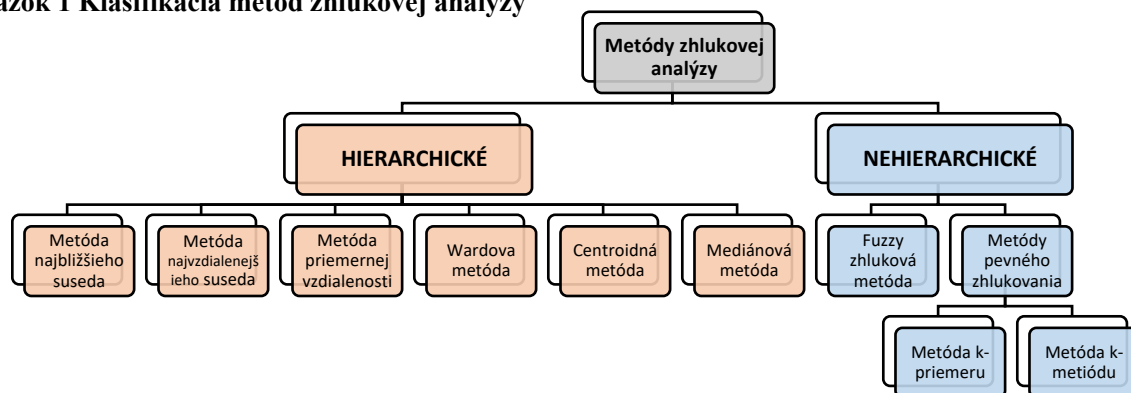
- 1999 – Belgicko, Španielsko, Taliansko, Nemecko, Holandsko, Fínsko, Francúzsko, Luxembursko, Portugalsko, Írsko a Rakúsko;
- 2001 – Grécko;
- 2007 – Slovinsko;
- 2008 – Cyprus a Malta;
- 2009 – Slovensko;
- 2011 – Estónsko;
- 2014 – Lotyšsko;
- 2015 – Litva;

Homogenita, prípadná heterogenita medzi krajinami eurozóny je analyzovaná v dvoch časových obdobiach. Pred hospodárskou krízou v roku 2007 a po hospodárskej kríze v roku 2019, kedy svet ešte nebol zasiahnutý pandémiou COVID-19. Analýza je vykonaná pomocou piatich indikátorov, ktoré sú súčasťou hodnotiacej tabuľky Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Ide o nasledujúce indikátory, ktoré neskôr bližšie charakterizujeme:

- bežný účet platobnej bilancie;
- čistá medzinárodná investičná pozícia;
- miera nezamestnanosti;
- vládny dlh;
- jednotkové náklady práce;

V zhlukovej analýze sa uplatňujú rôzne metódy postupu. Ich najbežnejšie triedenie zastrešujú dva pojmy – hierarchické a nehierarchické metódy. Na nasledujúcom obrázku vidieť zobrazené jednotlivé postupy, ktoré sú ich súčasťou.

Obrázok 1 Klasifikácia metód zhlukovej analýzy



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa: https://www.sjf.tuke.sk/umpadi/taipvpp/2010/index.files/clanky%20PDF/TREBUNA_HALCINOVA.pdf

V diplomovej práci je spomedzi množstva spomenutých metód, využitý jeden typ hierarchickej metódy – Wardova metóda a jeden typ nehierarchickej metódy - K-priemer metóda. Z K-priemer metódy vychádzame pri interpretácii výsledkov. Pri využití rozdielnych metód clusteringu nemusíme dostať zaručene zhodné výstupy analýzy. Dôvodom je rozdielna perspektíva jednotlivých metód postupu na vytváranie zhlukov. Obvykle sa na prvú analýzu skúmaných objektov využíva hierarchická metóda ako prieskumný variant. S využitím hierarchickej metódy sa stanoví počet zhlukov. Následne v ďalších analýzach sa využívajú nehierarchické metódy. Rovnaký postup zachováme aj v prípade zhlukovej analýzy, kde najprv využijeme Wardovu metódu a následne výstup clusteringu overíme pomocou K-priemer metódy. Na spracovanie údajov a vytvorenie zhlukovej metódy využívame IBM SPSS software.

Wardova metóda

Wardova metóda je, ako už bolo spomenuté, súčasťou hierarchických metód zhlukovej analýzy. V praxi je jednou z najpoužívanějších metód. Hierarchické metódy sú charakteristické svojou postupnosťou (hierarchiou) rozkladu množiny údajov na podmnožiny. Výstupom Wardovej metódy je hierarchický strom - dendrogram, ktorý zobrazuje postupné spájanie, prípadné rozpájanie zhlukov na rôznych úrovniach, resp. spojnicových vzdialenostiach.

Podľa Meloun a Militký (2004), princípom Wardovej metódy je minimalizácia heterogenity zhlukov podľa kritéria minima prírastkov vnútro-skupinového súčtu štvorcov odchýlok objektov od ťažiska zhlukov. V každom kroku sa pre všetky dvojice

odchýlok spočíta prírastok súčtu štvorcov odchýlok, ktorý vznikol ich zlúčením a potom sa spoja tie zhluky, ktorým zodpovedá minimálna hodnota tohto prírastku.¹⁵

K-priemer metóda

K-priemer metóda je z dôvodu jej jednoduchosti a efektivity jednou z najrozšírenejších metód, ktoré sa pri nehierarchických metódach zhlukovej analýzy používajú. Charakteristickým znakom nehierarchických metód je, že počet zhlukov, do ktorých majú byť objekty zaradené, musí byť vopred stanovený. K-priemer metóda je súčasťou pevného zhlukovania, kedy je priradenie skúmaného objektu do zhluku jednoznačné. Halčinová a Trebuňa (2012) uvádzajú, že daná metóda je označovaná aj ako metóda najbližších ťažísk. Tento postup je založený na určení najbližšieho ťažiska a objekt s najmenšou vzdialenosťou k ťažisku je zaradený do zhluku. Algoritmus, ktorý prevláda pri K-priemer metóde pracuje iteratívne a vždy vychádza z iného počiatočného usporiadania zhlukov. Nakoniec sa z možných usporiadaní zhlukov vyberie najvhodnejšie riešenie.¹⁶

3.1.1. Vybrané indikátory zhlukovej analýzy

Makroekonomickú nerovnováhu (vonkajšiu či vnútornú) možno identifikovať na základe rôznych ukazovateľov. Vzhľadom k tomu, že na dáta nie sú kladené žiadne obmedzenia či stanovené štruktúry, výber premenných, resp. indikátorov je nesmierne dôležitý, nakoľko samotné údaje formujú výsledky. Pri výbere premenných sme vychádzali z indikátorov Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe, ktoré sú uvedené v prvej kapitole. Ich cieľom je čo najlepšie rozčleniť krajiny eurozóny na rôzne zhluky s prihliadnutím na a) faktory hodnotiace vonkajšiu nerovnováhu a b) faktory hodnotiace vnútornú nerovnováhu a c) faktory zaoberajúce sa trhom práce. Posudzovaná je taktiež konkurencieschopnosť krajín.

Zhluková analýza je vysoko citlivá na prítomnosť nevýznamných a odláhlych premenných, ktoré sa značne vychylujú od zvyšných premenných. Z tohto dôvodu bola každá premenná štandardizovaná v oboch časových obdobiach. Bez použitia štandardizácie by premenné s väčším rozsahom mali väčší vplyv na každý zhluk, a preto

¹⁵ MELOUN, Milan – MILITKÝ, Jiří. *Přednosti analýzy shluků ve vícerozměrné statistické analýze*. [online]. Sborník přednášek z konference Zajištění kvality analytických výsledků. 2004. [cit. 01.03.2022]. str. 6. ISBN 80-86380-22-X. Dostupné na: <https://meloun.upce.cz/docs/publication/152.pdf>

¹⁶ TREBUŇA, Peter – HALČINOVÁ, Jana. *Využitie mier asociácie a korelácie v zhlukovej analýze I*. [online]. 2012. [cit. 01.03.2022]. str. 67. Dostupné na: <https://www.sjf.tuke.sk/transfervinovaci/pages/archiv/transferv/23-2012/pdf/067-069.pdf>

by mali dominantné postavenie čo by mohlo potenciálne skresliť dosiahnuté výsledky. Údaje pre následnú interpretáciu a spôsob výpočtu jednotlivých indikátorov sme čerpali z oficiálnej stránky Eurastatu.

Saldo bežného účtu platobnej bilancie

Prvý ukazovateľ, na základe ktorého kategorizujeme krajiny eurozóny je saldo bežného účtu. Považuje sa za jeden z najdôležitejších ukazovateľov pri detekcii potenciálnych makroekonomických nerovnováh. Jeho hlavnou úlohou je informovať o transakciách danej ekonomiky so zvyškom sveta. Vyjadruje sa v % HDP alebo v miliónoch národnej meny. Finančné toky sa označujú ako kreditné alebo debetné, prípadne ako zostatok. Spolu s kapitálovým účtom, finančným účtom a vyrovnávacími účtami (účet chýb a omylov a devízových rezerv) tvoria platobnú bilanciu danej ekonomiky.

Ukazovateľ hodnotiacej tabuľky PMN predstavuje trojročný spätný kľzavý priemer zostatku bežného účtu. Vyjadrený býva v percentách HDP. Vypočíta sa nasledovným spôsobom:

$$[[(CA / GDP)_t + (CA / GDP)_{t-1} + (CA / GDP)_{t-2}] / 3] * 100$$

kde:

CA = bežný účet

GDP = hrubý domáci produkt (HDP)

t = v danom roku

t₋₁ = v minulom období

t₋₂ = v predminulom období

Čistá medzinárodná investičná pozícia

Na rozdiel od platobnej bilancie, medzinárodná investičná pozícia (Net International Investment Position, NIIP) predstavuje stavovú bilanciu, ktorá vyjadruje stav pozorovaných veličín k určitému dátumu. NIIP zobrazuje zloženie finančných aktív (sú nimi pohľadávky voči nerezidentom a zlato držané ako rezervné aktíva) a finančných záväzkov rezidentov danej ekonomiky k nerezidentom. Rozdiel medzi zahraničnými finančnými aktívami a záväzkami predstavujú čistú investičnú pozíciu ekonomiky, ktorá môže byť kladná alebo záporná.¹⁷ K zmene položiek NIIP môže dôjsť v dôsledku iných zmien v daných položkách mimo transakcií vyplývajúcich z obchodného styku, prípadne

¹⁷ BEDNÁŘOVÁ, Pavla - HOVORKOVÁ VALENTOVÁ, Vladimíra. *Vývoj vnějších makroekonomických nerovnováh v Evropských zemích v souvislosti s probíhajícími integračními procesy*. [online]. Současna Evropa 2015/2. 2015. [cit. 22.02.2022]. s. 15. Dostupné na: <https://sev.vse.cz/pdfs/sev/2015/02/01.pdf>

v dôsledku zmeny hodnoty aktív a pasív pod vplyvom zmien výmenných kurzov. Ekonomiky s kladnou NIIP sú označované ako veriteľské krajiny, kým ekonomiky s negatívnou NIIP sú zas dlžníckymi krajinami.

Ukazovateľ hodnotiacej tabuľky PMN je vyjadrený v percentách HDP a vypočíta sa ako:

$$[\text{NIIPt} / \text{GDPt}] * 100$$

kde:

NIIPt = Čistá medzinárodná investičná pozícia v čase t

GDPt = HDP v čase t

Miera nezamestnanosti

Miera nezamestnanosti sa meria ako podiel nezamestnaných na ekonomicky aktívnom obyvateľstve.

Za nezamestnaných sa považujú osoby vo veku 15 až 74 rokov, ktoré spĺňajú všetky nasledujúce podmienky:

- v čase referenčného týždňa neboli zamestnaní;
- sú k dispozícii na nástup do zamestnania v priebehu nasledujúcich dvoch týždňov po referenčnom týždni;
- aktívne si hľadajú prácu v posledných štyroch týždňoch pred referenčným týždňom alebo si už našli prácu, ktorú začnú vykonávať v priebehu nasledujúcich troch mesiacov;

Indikátor je trojročný spätný kľzavý priemer, ktorý sa vypočíta nasledovne:

$$[\text{URt} + \text{URt}_{-1} + \text{URt}_{-2}] / 3$$

kde:

URt = miera nezamestnanosti v čase t

URt₋₁ = miera nezamestnanosti v čase t₋₁

URt₋₂ = miera nezamestnanosti v čase t₋₂

Hrubý dlh verejnej správy

Hrubý dlh verejnej správy označuje všetky naakumulované externé finančné záväzky. Vlády akumulujú dlh na financovanie výdavkov, ktoré presahujú ich príjmy. Z dlhodobého hľadiska môže štátny dlh pomôcť akumulácii fyzického kapitálu (najmä v prípade nízkych úrokových sadzieb), avšak môže brániť akumulácii kapitálu, v prípade, ak sa úrokové sadzby zvýšia. Európska komisia uvádza definíciu dlhu ako „celkový hrubý dlh v nominálnej hodnote nesplatený na konci roka a konsolidovaný medzi

sektormi verejnej správy a v rámci nich.“¹⁸ Indikátor je vyjadrený v % HDP a vypočíta sa ako:

$$[\text{GGGDt} / \text{GDPt}] * 100$$

kde:

GGGDt = Hrubý dlh verejnej správy v čase t

GDPt = HDP v čase t

Jednotkové náklady práce

Jednotkové náklady práce sa často považujú za meradlo medzinárodnej cenovej konkurencieschopnosti. Ich nárast naznačuje, že cena práce v ekonomike rastie rýchlejšie v pomere k produktivite práce, čím sa znižuje konkurencieschopnosť krajiny. Naopak, pokiaľ dochádza k poklesu jednotkových nákladov práce a cena práce klesá v porovnaní s produktivitou práce, hovoríme o zvyšovaní konkurencieschopnosti danej ekonomiky. Index je charakterizovaný ako pomer ceny práce k produktivite práce, kde:

- cena práce je pomer odmien zamestnancov (v bežných cenách) k počtu zamestnancov;
- produktivita práce je pomer hrubého domáceho produktu (v trhových cenách kde referenčným rokom je rok 2010) k celkovej zamestnanosti;

Ukazovateľ predstavuje percentuálnu zmenu nominálnych jednotkových nákladov práce za tri roky, vypočítaný nasledovne:

$$[(\text{ULCt} - \text{ULCt-3}) / \text{ULCt-3}] * 100$$

kde:

ULCt = jednotkové náklady práce v čase t

ULCt-3 = jednotkové náklady práce v čase t-1

3.2 Analýza indikátorov hodnotiacej tabuľky (PMN)

V analýze aplikujeme indikátory hodnotiacej tabuľky výlučne na krajiny eurozóny, nakoľko zdieľanie jednotnej meny spôsobuje, že makroekonomické nerovnováhy sa javia ako nebezpečnejšie a ťažko napravitel'né. PMN podstatne zlepšil makroekonomický dialóg a politickú diskusiu o spôsoboch riešenia štrukturálnych problémov a nerovnováh. Zníženie štrukturálnych nedostatkov prostredníctvom

¹⁸ EC.EUROPA.eu Macroeconomic Imbalances Procedure: Information on indicators. [online]. [cit. 01.03.2022]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>

politických opatrení prispelo k odolnosti hospodárstiev členských krajín EÚ voči vonkajším a vnútorným otrasom.

Kvantitatívne údaje potrebné na vypracovanie analýzy indikátorov sme získali z dátovej platformy – EUROSTATu, ktorú využívajú aj v oficiálnej Správe Komisie Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Analýza nerovnováh v krajinách EÚ je založená na hodnotiacej tabuľke vybraných indikátorov, ktorá funguje ako prostriedok včasného varovania, pričom ju podporuje aj oveľa širší súbor pomocných indikátorov, hodnotiacich nástrojov a ďalších relevantných ukazovateľov. Pri analýze budeme vychádzať zo základných indikátorov hodnotiacej tabuľky a ich hraničných hodnôt, ktoré sme uviedli v závere prvej kapitoly predkladanej práce. V prípade, ak niektorá krajina prekročí hraničnú hodnotu spúšťa sa hĺbkové preskúmanie príslušnej krajiny. Výsledkom analýzy zväčša bývajú štyri rôzne kategorizácie nerovnováh:

- 1) žiadne nerovnováhy;
- 2) nerovnováhy;
- 3) nadmerné nerovnováhy;
- 4) nadmerné nerovnováhy s nápravnými opatreniami.

V prípade, ak sa v členských štátoch preukáže nerovnováha (2, 3, a 4), týmto krajinám budú avizované odporúčania, ktoré s nimi súvisia. Opatrenia sa zameriavajú zväčša na ciele, ktoré majú dosiahnuť, pričom presná definícia opatrení ostáva v kompetencii a na uváženie vnútroštátnych orgánov. Krajiny, u ktorých sa zistilo, že trpia nadmernými nerovnovahami s nápravnými opatreniami, budú musieť predložiť plán nápravných opatrení na riešenie zistených nerovnováh. Ich následné nedodržanie môže viesť k pokute (len v prípade krajín eurozóny).

Cieľom druhej analýzy diplomovej práce je identifikovať, či krajiny menovej únie v roku 2020 trpeli nerovnovahami, prípadne o aký druh nerovnováh ide, a v akých oblastiach k nim dochádzalo najčastejšie. Rok 2020 bol zvolený z dôvodu kompletnosti všetkých potrebných údajov pre vybrané indikátory. Päť vybraných indikátorov je bližšie opísaných v predchádzajúcej podkapitole (str. 37 – 39). V tejto analýze sme k spomínaným piatim indikátorom doplnili ostávajúcich 9 indikátorov hodnotiacich vnútornú, vonkajšiu nerovnováhu a trh práce. Tu nachádzame kompletný zoznam indikátorov so skratkami, ktoré budeme ďalej v analýze využívať:

- **CA** → 3-ročný spätný kľzavý priemer zostatku bežného účtu ako percento HDP s hraničnými hodnotami +6% a -4%;
- **NIIP** → čistá medzinárodná investičná pozícia ako percento HDP s hranicou -35%;

- **REER** → 3-ročná percentuálna zmena reálnych efektívnych výmenných kurzov na základe deflátorov HICP/CPI v porovnaní so 41 ďalšími priemyselnými krajinami s prahmi $\pm 5\%$ pre krajiny eurozóny;
- **EXP** → 5-ročná percentuálna zmena podielov na exportnom trhu meraná v hodnotách s prahom -6% ;
- **ULC** → 3-ročná percentuálna zmena nominálnych jednotkových nákladov práce s prahovými hodnotami $+9\%$ pre krajiny eurozóny;
- **HOU** → medziročné zmeny cien nehnuteľností v porovnaní s deflátorom spotreby Eurostatu s hranicou 6% ;
- **PSC** → úverový tok súkromného sektora v $\%$ HDP s hranicou 14% ;
- **PSD** → dlh súkromného sektora (konsolidovaný) v $\%$ HDP s hranicou 133% ;
- **GGGD** → dlh sektora verejnej správy v $\%$ HDP s hranicou 60% ;
- **UR** → 3-ročný spätný kľzavý priemer miery nezamestnanosti s hranicou 10% ;
- **TFSL** → medziročné zmeny v celkových pasívach finančného sektora s hranicou $16,5\%$;
- **AR** → 3-ročná zmena v p.b. miery aktivity s hranicou $-0,2\%$;
- **L-T UR** → 3-ročná zmena v p.b. miery dlhodobej nezamestnanosti s hranicou $+0,5\%$;
- **YUR** → 3-ročná zmena v p.b. miery nezamestnanosti mladých ľudí s hranicou $+2\%$.

4 Výsledky práce a diskusia

V priebehu prvého desaťročia existencie Európskej menovej únie európske orgány nevenovali dostatočnú pozornosť nerovnováham, ktoré sa postupne vytvárali a prehľbovali v niekoľkých krajinách menovej únie. Vnútoraná rovnováha si vyžaduje plné využitie zdrojov krajiny a stabilitu cenovej hladiny. Vonkajšia rovnováha sa dosiahne v tom prípade, keď bežný účet krajiny nie je ani tak hlboko deficitný, že by krajina nebola schopná v budúcnosti splácať svoje zahraničné dlhy, ani tak silno prebytkový, aby sa do tejto pozície dostali cudzinci. Tieto jednoduché definície rovnováh zachytávajú ciele, ktoré väčšina tvorcov politík zdieľa bez ohľadu na ekonomické prostredie konkrétnej krajiny.

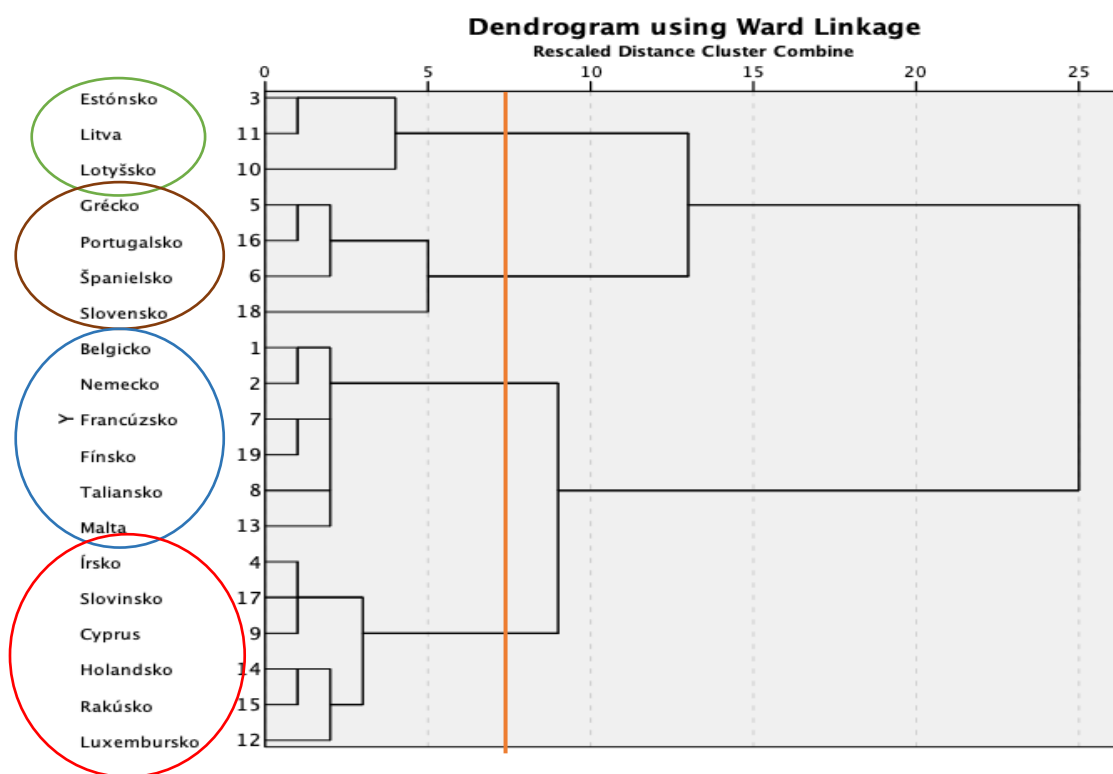
Predmetom prvej analýzy je kategorizácia členských krajín menovej únie v dvoch rôznych časových obdobiach. V druhej analýze, vykonanej na základe indikátorov hodnotiacej tabuľky PMN, identifikujeme tie krajiny menovej únie, ktoré v roku 2020 trpeli nerovnováhami.

4.1 Využitie zhlukovej analýzy na kategorizáciu členských krajín menovej únie

4.1.1 *Výsledky zhlukovej analýzy pre rok 2007*

Počet zhlukov a jednotlivé krajiny, ktoré sú ich súčasťou sme určili pomocou dendrogramu, ktorý sme vytvorili s využitím Wardovej metódy zhlukovej analýzy v IBM SPSS softvéri. Z dendrogramu jasne vidíme, že krajiny menovej únie sú rozdelené na štyri samostatné zhluky. Rozdelenie krajín je znázornené prostredníctvom jednoduchého vertikálneho rezu na spojnicovej vzdialenosti medzi 5 a 10 kde vidíme, že vertikálna priamka pretína 4 horizontálne priamky. Pre lepšiu vizualizáciu sa jednotlivé zhluky krajín nachádzajú vo farebne odlíšených kruhoch. Z uvedeného dendrogramu vyplýva, že v roku 2007 boli vytvorené 4 skupiny krajín eurozóny, ktoré sú z hľadiska vybraných piatich makroekonomických ukazovateľov podobné. Pre jednoduchosť zachováme tento počet zhlukov aj pri zvyšných analýzach.

Dendrogram 1 Zhluky krajín eurozóny v roku 2007



Zdroj: IBM SPSS Software

Skôr, ako sa dostaneme k interpretácii samotných výsledkov zhlukovej analýzy, je potrebné podotknúť, že číslo zhlukov krajín (v našom prípade 1 až 4) nepredstavuje ich reálne poradie. Inak povedané, krajiny, ktoré sa nachádzajú v zhluke č. 1 nemožno považovať za lepšie ako tie krajiny, ktoré sú súčasťou zhlukov č. 2, 3 či 4. Čo však možno dedukovať je to, že na základe pozorovaných indikátorov a ich hodnôt dokážeme vybrať zhluky krajín, ktoré zaznamenávajú ekonomicky výhodnejšiu alebo naopak menej vyspelejšiu makroekonomickú situáciu. Krajiny, ktoré vykazujú napr. vyrovnané saldo bežného účtu, nízku mieru nezamestnanosti, alebo ich vládny dlh spĺňa maastrichtské kritéria možno považovať za krajiny s lepšou ekonomickou situáciou ako tie krajiny, ktoré trpia značnou nerovnováhou salda bežného účtu, vysokou nezamestnanosťou či neustále narastajúcim vládny dlhom. Tabuľka č. 4 zobrazuje konkrétne rozčlenenie krajín eurozóny na základe využitia dvoch odlišných metód – K-priemer metódy a Wardovej metódy. Odhliadnuc od použitej metódy, výsledky oboch analýz sú v roku 2007 takmer identické, s výnimkou Fínska, ktoré sa objavuje v dvoch rôznych zhluchoch. Nasledujúca interpretácia bude vykonaná s využitím K-priemer metódy.

Tabuľka 4 Zloženie zhlukov v roku 2007

K-priemer				Wardova metóda			
1	2	3	4	1	2	3	4
Belgicko	Írsko	Estónsko	Grécko	Belgicko	Estónsko	Írsko	Grécko
Nemecko	Cyprus	Lotyšsko	Španielsko	Nemecko	Lotyšsko	Cyprus	Španielsko
Malta	Luxembursko	Litva	Portugalsko	Francúzsko	Litva	Luxembursko	Portugalsko
Francúzsko	Rakúsko		Slovensko	Taliansko		Holandsko	Slovensko
Taliansko	Slovinsko			Malta		Rakúsko	
	Fínsko			Fínsko		Slovinsko	
	Holandsko						

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov analýzy

Prvotné roky existencie menovej únie možno z pohľadu ekonomickej prosperity krajín hodnotiť úspešne. Zavedenie jednotnej meny prinieslo množstvo pozitívnych efektov v podobe redukcie transakčných nákladov či zvýšenia cenovej transparentnosti. Medzi členmi taktiež došlo k obmedzeniu kurzovej volatility. Táto prosperita bola ovplyvnená predovšetkým postupnou konvergenciou zúčastnených krajín, rastom investícií a vzájomného obchodu a taktiež silnejúcim eurom v medzinárodných menových vzťahoch. Euro dosiahlo takú medzinárodnú úroveň, že ako prvá mena mohla reálne konkurovať doláru. V roku 2007 bol však rast svetovej ekonomiky zasiahnutý krízou na finančných trhoch, ktorá postihla predovšetkým finančné inštitúcie. Daná situácia zasiahla a spomalila ekonomickú prosperitu krajín eurozóny. Došlo k nárastu cien ropy, v dôsledku čoho sa zvyšovali ceny energií. Rast cien sa týkal aj potravinárskych a poľnohospodárskych komodít, kovov a kovových výrobkov, o ktoré javili záujem najmä ázijské rozvíjajúce sa ekonomiky. Rok 2007 sa vyznačoval aj výraznou volatilitou vo vývoji výmenných kurzov. Začiatkom roka dochádzalo k znehodnoteniu eura voči ostatným výmenným kurzom, avšak postupom času sa tento trend zmenil. V priebehu roka výmenný kurz eura aprecioval voči doláru o 11%. Okrem amerického dolára sa euro zhodnocovalo aj voči japonskému jenu, britskej libe či švajčiarskemu franku. Vývoj makroekonomických ukazovateľov bol v roku 2007 v krajinách eurozóny rôznorodý. V tom čase len 13 zo súčasných 19 krajín bolo súčasťou eurozóny. Cyprus, Malta, Slovensko a pobaltské krajiny sa nezúčastňovali na spoločnej mene, avšak aj napriek neúčasti v eurozóne sú v analýze zahrnuté a roztriedené na zhluky.

Pripomíname, že všetky dáta, ktoré vstupujú do analýzy boli pre dosiahnutie lepších a presnejších výsledkov štandardizované.

Do prvého zhluku krajín patrí Belgicko, Nemecko, Malta, Francúzsko a Taliansko. S výnimkou Malty ide o zakladajúce krajiny HMÚ, a teda v sledovanom roku využívali platobnú menu euro. Malta sa stala súčasťou eurozóny o rok neskôr. Pri pohľade na skúmané indikátory možno dedukovať, že zaradenie krajín do prvého zhluku bolo predurčené najmä na základe vývoja čistej medzinárodnej investičnej pozície, ktorá bola vo väčšine prípadov pozitívna a na základe vývoja mier nezamestnanosti, ktorá sa pohybovala v rozmedzí od 6,70% do 10,10%. Už v roku 2007 Nemecko vykazovalo nadmerný prebytok bežného účtu na úrovni 5,8% HDP. S bežným účtom úzko súvisí aj čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorú malo Nemecko na úrovni 18,8% HDP. Spolu s Nemeckom, prebytok bežného účtu vykazovalo aj Belgicko (2,0% HDP). Takmer vyrovnané saldo bežného účtu malo Francúzsko (0,1% HDP). Prebytok bežného účtu častokrát odráža pozitívny rozdiel medzi národnými úsporami a investíciami. V tomto prípade sa však treba zamerať na to, či je pretrvávajúci prebytok spôsobený utlmenou dynamikou domáceho dopytu, alebo znižovaním investícií. Práve znižovanie investícií môže viesť z dlhodobého hľadiska k zníženiu potenciálneho produktu a ekonomického rastu. V prípade ekonomiky Nemecka možno tvrdiť, že prebytok salda bežného účtu a s tým súvisiaca kladná úroveň NIIP bola v dôsledku silne proexportnej politickej činnosti krajiny. Vráťane Nemecka, Belgicko a Malta ako jediné krajiny eurozóny vykazovali v danom roku kladnú hodnotu ukazovateľa čistej medzinárodnej investičnej pozície, pričom ich priemerná hodnota dosahovala 8,76%. Francúzsko napriek takmer vyrovnanej pozícii salda bežného účtu zaznamenalo zápornú hodnotu NIIP. Za čistého dlžníka sa okrem Francúzska, považuje aj Taliansko, ktoré evidovalo úroveň tohto ukazovateľa -21,1% HDP. V prípade vládneho dlhu, prvé zoskupenie krajín evidovalo v priemere jeho najvyššiu hodnotu (76,36% HDP). Taliansko už v tomto čase malo závažné ťažkosti s plnením rozpočtových pravidiel, kedy vládny dlh dosiahol úroveň 103,9% HDP, čím bola značne prekročená hranica zakotvená v Maastrichtských kritériách. V danom roku sa jednalo o najvyšší verejný dlh v eurozóne. Belgicko taktiež výrazne prekročilo hranicu dlhu stanovenú konvergenčnými kritériami o takmer 30 p.b. (87,3% HDP). Ostávajúce krajiny Nemecko, Francúzsko a Malta túto hranicu prekročili len mierne. Nezamestnanosť krajín prvého zhluku bola v priemere 8,08%, pričom najvyššiu mieru evidovalo Nemecko (10,1%) a najnižšiu Malta (6,7%). Nemecko v tom čase trpelo regionálnou nerovnováhou, kedy miera nezamestnanosti bola oveľa vyššia na

východe ako v západnom Nemecku. Zostávajúci ukazovateľ, nominálne jednotkové náklady práce vykazovali mierny rast o necelé 4%, čo reprezentovalo najnižšiu zmenu v danom roku. Tento pomerne nízky rast JNP odrážal priaznivé podmienky na trhu práce v krajinách.

Do najpočetnejšej, druhej skupiny krajín patrí Írsko, Cyprus, Luxembursko, Rakúsko, Slovinsko, Fínsko a Holandsko. Za kľúčový indikátor, ktorý zaradil krajiny do tohto zhluku možno považovať úroveň vládneho dlhu v spojitosti s pomerne nízkou mierou nezamestnanosti vo všetkých sledovaných krajinách. Krajiny evidovali v priemere najnižšiu mieru nezamestnanosti na úrovni 5,37%. Nielen v zhluku, ale aj medzi ostatnými krajinami menovej únie vykazovalo najnižšiu nezamestnanosť Luxembursko (4,4%). Krajina sa vyznačuje dobrým pracovným prostredím, kde je miera nezamestnanosti dlhodobo na úrovni pod európskym priemerom. Nezamestnanosť nižšiu ako 5% zaznamenali v roku 2007 aj Írsko s Cyprusom. Bežný účet sa v krajinách vyvíjal rôznorodo. Deficitnú úroveň tohto indikátora evidovalo Írsko, Cyprus, Slovinsko a Fínsko. Ostávajúce tri krajiny – Luxembursko, Rakúsko a Holandsko vykazovali jeho prebytok. K napokon prebytkovému saldu krajín (0,93% HDP) prispelo najmä zvýšenie konkurencieschopnosti, čo sa prejavilo v znížení relatívnych cenových úrovni a jednotkových nákladoch práce. Spomínané JNP rástli v priemere o 6,23%, čo reprezentuje druhý najpomalší rast spomedzi zhlukov. Napriek prebytkovým saldám bežného účtu v niekoľkých krajinách, všetky krajiny v danom roku evidovali záporný vývoj ukazovateľa čistej medzinárodnej investičnej pozície (priemer -27,84% HDP). Dlh verejného sektora bol v priemere druhý najnižší na úrovni necelých 36% HDP. Luxembursko si aj v tomto prípade udržiava najstabilnejšiu pozíciu, kedy ako jednej z mála krajín eurozóny dlh nepresiahol úroveň 10% HDP.

Takmer identický vývoj všetkých sledovaných indikátorov zapríčinil, že tretí zhluk krajín je tvorený pobaltskými krajinami - Estónsko, Lotyšsko a Litva. Zoskupenie krajín je identické aj v druhej analýze, ktorú sme vykonali s využitím Wardovej metódy. Krajiny v sledovanom roku disponovali vlastnými menami a nezúčastňovali sa na spoločnej menovej politike eurozóny. Ekonomiky zaznamenali najvyšší nárast jednotkových nákladov práce, ktorý predstavoval vysokých 42,4%. Z dôvodu takéhoto prudkého nárastu jednotkových nákladov práce dochádza k strate nákladovej ale aj mimonákladovej konkurencieschopnosti, čo do určitej miery ovplyvňuje vyšší vývoj cien. Straty nákladovej konkurencieschopnosti sa premietajú do straty podielov na exportnom trhu. Strata podielov na exportnom trhu a prudký domáci dopyt sa zas

odzrkadlili vo vývoji salda bežného účtu, ktorý sa v pobaltských krajinách dostal do výrazne záporných hodnôt. V porovnaní s inými zhlukmi, je saldo bežného účtu vo všetkých troch krajinách značne deficitné, čo svedčí o jasnej makroekonomickej nerovnováhe. Celkový deficit predstavoval 13,8% HDP. Deficity bežného účtu, podmienené stratou konkurencieschopnosti v krajinách viedli k zápornej medzinárodnej investičnej pozícii, ktorá sa pohybovala na úrovni -65,27% HDP. Dôvodom boli najmä pretrvávajúce schodky bežného účtu a slabá dynamika ekonomického rastu. Miera nezamestnanosti pobaltských krajín bola v priemere 6,67%, pričom Lotyšsko evidovalo najvyššiu nezamestnanosť (7,7%) a Litva najnižšiu (6,1%). Posledný ukazovateľ, vládny dlh bol spomedzi sledovaných krajín najnižší, len 9,37% HDP, kde najnižšiu úroveň dlhu dosiahlo Estónsko (3,8% HDP), nasledovalo Lotyšsko (8,4%) a Litva (15,9%).

Do poslednej, štvrtej skupiny krajín patrí Grécko, Španielsko, Portugalsko a Slovensko. S výnimkou Slovenska, sa jedná o krajiny južnej eurozóny, ktoré sú častokrát v odbornej literatúre označované za perifériu HMÚ. Takmer identická úroveň salda bežného účtu a čistej medzinárodnej investičnej pozície spôsobili, že tieto krajiny sa zlúčili do štvrtého zhluku. V roku 2007 všetky krajiny zaznamenali deficitné saldo bežného účtu. V prípade Grécka ide o deficit na úrovni 11,8% HDP, ktorý bol spôsobený, rovnako ako v Portugalsku, prevažne veľkým poklesom úspor domácností. Pokiaľ má otvorená ekonomika záujem znížiť deficit bežného účtu, verejný sektor sa musí skonsolidovať a súkromný sektor zvýšiť úspory či znížiť investície. Politiky, ktoré sú zamerané na znižovanie deficitov povedú k úsporným obmedzeniam. Avšak môže to mať aj negatívne následky, nakoľko ekonomika, ktorá nevyužíva naplno svoje výrobné kapacity a dosiahne negatívnu produkčnú medzeru, môže brzdiť svoj hospodársky rast. Potlačený ekonomický rast v už beztak vysoko zadlžených krajinách prehĺbi dlhové problémy, obmedzí súkromné investície a zvýši nezamestnanosť. Práve posledný spomínaný ukazovateľ, miera nezamestnanosti, bola v týchto krajinách v priemere najvyššia (9,8%). Najvyššiu nezamestnanosť, nielen v rámci zhluku ale aj spomedzi ostatných štátov dosiahlo Slovensko (13,6%). Nadpriemernú úroveň nezamestnanosti evidovali aj ostávajúce krajiny Grécko (9,1%), Španielsko (8,6%) a Portugalsko (7,9%). Indikátor čistej medzinárodnej investičnej pozície bol výrazne deficitný, na úrovni -81,35% HDP. V tomto zhluku krajín došlo k mierne výraznému nárastu jednotkových nákladov práce, ktoré vzrástli v priemere o 8 p.b. Vládny dlh bol druhý najvyšší spomedzi zhlukov, v priemere 60,48% HDP. Dlh Grécka činil v roku 2007 vysokých 103,1% HDP, čo je po Taliansku, druhá najvyššia úroveň.

Výstup zhlukovej analýzy nájdeme v Tabuľke 5, v ktorej sú uvedené stredné hodnoty každej premennej. Na základe získaných informácií vidíme, že mnohé krajiny eurozóny javili známky makroekonomických nerovnováh už v čase pred hospodárskou krízou v roku 2007. Podčiarknutým a farebne odlišeným **Bolt** písmom sú zvýraznené najlepšie (zelená farba) a najhoršie (bordová farba) hodnoty daného makroekonomického indikátora.

Tabuľka 5 Popis zhlukov v roku 2007 (stredné hodnoty premenných)

	2007							
	Zhluk č. 1	SH	Zhluk č. 2	SH	Zhluk č. 3	SH	Zhluk č. 4	SH
Bežný účet platobnej bilancie		<u>0,20</u>		0,93		<u>-13,8</u>		-9,70
Čistá medzinárodná investičná pozícia		<u>8,76</u>		-27,84		-65,27		<u>-81,35</u>
Vládny dlh		<u>76,36</u>		35,81		<u>9,37</u>		60,475
Miera nezamestnanosti		8,08		<u>5,37</u>		6,67		<u>9,80</u>
Jednotkové náklady práce		<u>3,76</u>		6,22		<u>42,40</u>		8,00

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov analýzy

Sumár získaných údajov za sledovaný rok 2007:

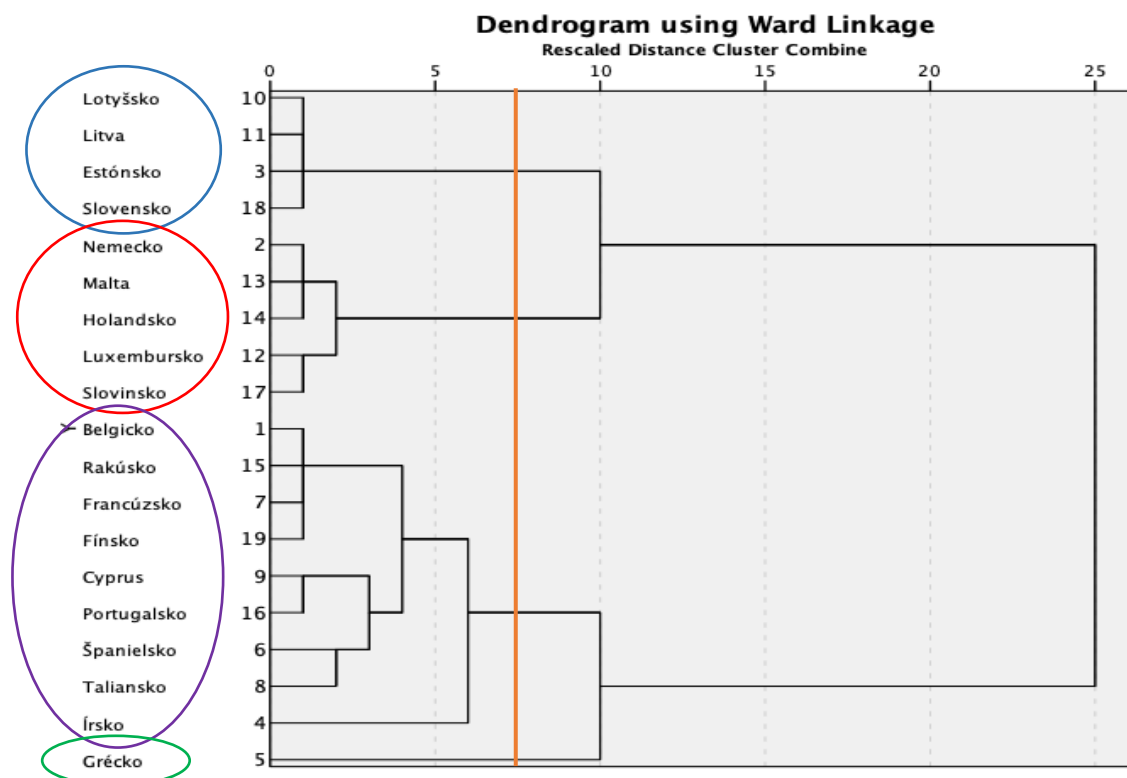
Rok 2007 sa pre krajiny menovej únie vyznačoval najmä deficitnou úrovňou salda bežného účtu a zápornou úrovňou čistej medzinárodnej investičnej pozície. V danom roku len 6 krajín, ktoré boli zároveň aj zakladajúce krajiny eurozóny, zaznamenali prebytkovú úroveň salda bežného účtu. V prípade indikátora NIIP si iba 4 krajiny udržali jeho kladnú pozíciu. V oboch prípadoch išlo zväčša o krajiny prvého zhluku, v ktorých jasne dominovalo Nemecko a Belgicko. Problematickou oblasťou v niektorých krajinách bol aj verejný dlh. V Taliansku a Grécku sa už v tom čase jeho úroveň pohybovala nad hranicou 100% HDP, čím markantne prekročila stanovenú hranicu konvergenčných kritérií. Nízku úroveň vládneho dlhu evidovali predovšetkým tie krajiny, ktoré sa nezúčastňovali na spoločnej mene a v danom roku disponovali ešte vlastnými menami. Išlo najmä o krajiny Pobaltia, kde v prípade Estónska nedosahoval vládny dlh ani 4% HDP. Miera nezamestnanosti sa pohybovala na úrovni v priemere 7,2%. Slovensko spolu

s Nemeckom ako jediné krajiny zaznamenali dvojcifernú úroveň nezamestnanosti, pričom na našom území bola nezamestnanosť najvyššia. Posledný sledovaný ukazovateľ, jednotkové náklady práce rástli najrýchlejšie v Litve, Lotyšsku a Estónsku. Najmä Lotyšsko zaznamenalo rast JNP takmer 70%, čo sa značne vychyľovalo od priemeru ostatných krajín. V rámci sledovaného ukazovateľa boli na tom podstatne lepšie krajiny menovej únie, ktoré nezaznamenali dynamický rast, ale skôr si udržiavali konštantnú úroveň.

4.1.2 Výsledky zhlukovej analýzy pre rok 2019

Podobne ako v Dendrograme 1, aj v tomto prípade vidíme na spojnicovej vzdialenosti medzi 5 až 10, že zhluková analýza skonštruovala 4 zhluky krajín menovej únie. V sledovanom roku 2019 už všetky krajiny participovali na spoločnej menovej únii. Členenie krajín je však v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným rokom značne odlišné. Medzi skupinami nachádzame aj jednotlivca, Grécko, ktoré vytvára samostatný zhluk. Naopak najpočetnejší zhluk je tvorený deviatimi krajinami, z ktorých je až 7 zakladajúcich. Zhluk, v ktorom je značná prevaha zakladajúcich krajín potvrdzuje dôležitosť krajín jadra eurozóny a mnohé teórie o dvojstupňovej Európe.

Dendrogram 2 Zhluky krajín eurozóny v roku 2019



Zdroj: IBM SPSS Software

V Tabuľke 6 vidíme zhluky krajín a ich jednotlivých členov, ktorých sme opätovne zatriedili s využitím K-priemer a Wardovej metódy. Aj v tomto prípade budeme pri interpretácii výsledkov zhlukovej analýzy vychádzať z prvej spomenutej, k-priemer metódy.

Tabuľka 6 Zloženie zhlukov v roku 2019

K-priemer				Wardova metóda			
1	2	3	4	1	2	3	4
Grécko	Nemecko	Belgicko	Írsko	Belgicko	Nemecko	Estónsko	Grécko
	Luxembursko	Španielsko	Cyprus	Írsko	Luxembursko	Lotyšsko	
	Malta	Francúzsko		Španielsko	Malta	Litva	
	Holandsko	Taliansko		Francúzsko	Holandsko	Slovensko	
	Slovinsko	Rakúsko		Taliansko	Slovinsko		
	Slovensko	Portugalsko		Cyprus			
	Litva	Fínsko		Rakúsko			
	Lotyšsko			Portugalsko			
	Estónsko			Fínsko			

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov analýzy

Za predpokladu globálneho ekonomického rastu a priaznivých hospodárskych podmienok sa makroekonomické nerovnováhy časom zmierňujú a dochádza ku postupnej konvergencii krajín menovej únie. V prípade eurozóny bol však vývoj odlišný. Od počiatkov finančnej krízy krajiny prehĺbili svoje vnútorné i vonkajšie nerovnováhy a tak dochádzalo k poklesu konvergence krajín eurozóny. Okrem štruktúry, ktorou daná ekonomika disponuje sa na procese konvergence podieľa aj hospodárska politika a s ňou spojené investície do vedy, výskumu a vzdelávania. V sledovanom roku došlo k spomaleniu globálneho obchodu a priemyselnej činnosti. Dôvodom boli obmedzené kapitálové výdavky v Ázii a pomalá výroba v automobilovom priemysle či v sektore technológií. Okrem iného, globálny obchod negatívne ovplyvnila aj vtedajšia situácia spojená s odchodom Veľkej Británie z Európskej únie, tzv. Brexitom. Na tieto okolnosti doplatil aj export mnohých krajín. Oslabenie exportu spôsobilo, že vonkajšie prebytky v niektorých vyspelých ekonomikách sa mierne znížili, avšak v mnohých krajinách ostali napriek tomu vysoké.

Prvý zhluk je tvorený samostatnou krajinou, Gréckom. Značný vplyv na vytvorenie Grécka ako outlier-a mala jeho extrémna úroveň vládneho dlhu, nadpriemerne

vysoká miera nezamestnanosti a taktiež najväčší deficit indikátora čistej medzinárodnej investičnej pozície. Indikátor bežného účtu platobnej bilancie, ktorý je závislý od konkurencieschopnosti krajiny v porovnaní so zahraničím, bol v deficitných hodnotách - 2,10% HDP. Aj napriek pretrvávajúcemu deficitu, v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím došlo k jeho zníženiu o 9,70 p.b. S bežným účtom úzko súvisiaci ukazovateľ čistej medzinárodnej investičnej pozície bol opätovne hlboko v deficite, -154,2% HDP. Na takto hlboko deficitnú úroveň indikátora vplýva predovšetkým zahraničný verejný dlh. Grécko aj naďalej zápasí s pretrvávajúcim vysokým vládny dlhom, čo ho stavia do nevýhodnej pozície v oblasti konkurencieschopnosti v porovnaní s ostatnými ekonomikami. Značný nárast spôsobil, že v sledovanom roku bola úroveň verejného dlhu Grécka až 180,70% HDP. Okrem najvyššej úrovni vládneho dlhu, krajina eviduje aj najvyššiu mieru nezamestnanosti v eurozóne. Tá v roku 2019 činila takmer 20%. Pre porovnanie, Nemecko v tom istom roku dosiahlo nezamestnanosť len 3,4%. Grécko patrí medzi krajiny, v ktorých je najväčší nepomer medzi príjmami obyvateľstva. 20% najbohatšieho obyvateľstva vlastní príjmy až o 6,1-násobok vyššie ako 20% najchudobnejších obyvateľov. Vo vývoji jednotkových nákladov práce krajina evidovala pokles, -1,40%. Všetky sledované makroekonomické indikátory, s výnimkou salda bežného účtu sa v porovnaní s rokom 2007 zhoršili. V krajine sa tak ešte viac prehĺbili vnútorné a vonkajšie nerovnováhy. Grécko v súčasnosti trpí vysokým vládny dlhom a zahraničným dlhom, vysokou mierou nezamestnanosti, problémovými úvermi z čoho vyplýva nízky potenciálny rast ekonomiky.

Druhý, veľmi početný zhluk pozostáva z 9 krajín - Nemecko, Luxembursko, Malta, Holandsko, Slovinsko, Slovensko a pobaltské krajiny Litva, Lotyšsko a Estónsko. Vo vnútri zhluku, s výnimkou Slovenska, krajiny hospodárili s prebytkami bežného účtu platobnej bilancie. Práve tento ukazovateľ, spolu s pomerne udržateľnou úrovňou vládneho dlhu, ktorý nepresiahol 60% HDP, predurčili zoskupenie krajín do druhého zhluku. Krajiny vykazujúce prebytky bežného účtu majú ekonomiky spravidla silne proexportne orientované. Hnacou silou pretrvávajúceho prebytku bežného účtu v prípade ekonomiky akou je Nemecko, je okrem exportu aj vysoká miera úspor domácností a narastajúca miera úspor podnikového a vládneho sektora. K pretrvávajúcim prebytkom napomáha aj slabá dynamika investícií, predovšetkým vo verejnom sektore. Pokiaľ porovnáme rok 2019 s 2007 vidíme, že v prípade bežného účtu si polepšili najmä krajiny východného pobrežia Baltského mora. Tie sa z výrazných deficitov dostali na vyrovnanú až prebytkovú pozíciu salda bežného účtu. V prípade indikátora čistej medzinárodnej

investičnej pozície, krajiny evidovali protichodný vývoj. Nemecko, Holandsko, Malta a Luxembursko si úroveň tohto indikátora v porovnaní s predchádzajúcim obdobím zvýšili a dosahovali jeho kladnú úroveň. Naopak niektoré krajiny, medzi ktoré patrí aj Slovensko si v rámci vývoja pohoršili a prehĺbili deficitnú úroveň tohto indikátora. Napriek vyrovnanému až prebytkovému saldu BÚ, pobaltské krajiny vykazujú značne deficitnú úroveň NIIP, ktorá je následkom vysokých deficitov BÚ v minulosti. Nakoľko sú mnohé krajiny príjemcami priamych zahraničných investícií, postupom času by malo dochádzať ku korekcii tohto indikátora. Vládny dlh krajín dosahoval úroveň v priemere 40,59% HDP. Hranicu presahujúcu 60% HDP, ktorú stanovujú Maastrichtské kritéria, prekročilo len Slovensko (65,60%). Ostávajúce krajiny sa držali pod touto hranicou, vrátane Slovenska (48,10% HDP). Opäť, pokiaľ to porovnáme s predchádzajúcim sledovaným obdobím vidíme, že niektoré krajiny svoje úrovne verejného dlhu znížili a stabilizovali, iné naopak zvýšili. K rastu dlhu došlo predovšetkým v tých krajinách, ktoré vstúpili do eurozóny v priebehu posledného desaťročia, a teda v roku 2007 ešte neboli súčasťou jednotnej menovej únie. Ukazovateľ jednotkových nákladov práce v krajinách druhého zhluku rástol najrýchlejšie (11,39%). K výraznému nárastu JNP prispieva stagnácia produktivity práce a nominálny rast miezd. Miera nezamestnanosti bola v priemere najnižšia, len 5,36%. V priebehu rokov dochádzalo k postupnému zvyšovaniu zamestnanosti takmer vo všetkých krajinách eurozóny. Pozitívny vývoj dosiahli predovšetkým mladí ľudia a dlhodobo nezamestnaní. Najnižšia nezamestnanosť sa v rámci všetkých krajín Eurozóny prejavila v Nemecku (3,4%). K najvýraznejšej zmene v rámci zhluku došlo na Slovensku, kde sa nezamestnanosť znížila o 6,8 p.b. Aj napriek postupne znižujúcej sa nezamestnanosti stále existujú krajiny, ktoré doposiaľ trpia vysokou mierou nezamestnanosti a značným rizikom chudoby. Jedná sa najmä o krajiny strednej a východnej Európy.

V treťom zhluku nachádzame krajiny, ktoré odborná literatúra klasifikuje ako perifériu, resp. južnú časť eurozóny – Španielsko, Portugalsko, Taliansko. K týmto krajinám zhuková analýza zaradila aj Francúzsko, Rakúsko, Fínsko a Belgicko. Tradične medzi krajiny periférie patrí aj Grécko, avšak v tomto prípade krajina tvorí samostatný zhluk. Je to najmä z toho dôvodu, že Grécko vykazuje extrémnu úroveň indikátorov NIIP, vládneho dlhu a miery nezamestnanosti. Tieto indikátory značne presahujú hodnoty zvyšných krajín. Krajiny tretieho zhluku boli predurčené na základe vývoja vládneho dlhu a takmer vyrovnanou pozíciou salda bežného účtu. S úplne vyrovnanou pozíciou salda bežného účtu sa prezentovalo Belgicko. Najvyšší prebytok v rámci tretieho zhluku

evidovalo Španielsko (2,30% HDP) a najväčší deficit Fínsko (-1,00%). Kladnú hodnotu ukazovateľa čistej medzinárodnej investičnej pozície zaznamenalo Belgicko, Rakúsko a Fínsko. Francúzsko si aj napriek prebytku BÚ, nedokázalo udržať kladnú hodnotu NIIP. Je to najmä z toho dôvodu, že v tomto prípade ukazovateľ pozostáva z nástrojov, ktoré podliehajú riziku zlyhania. Priemerná výška dlhu krajín bola 95,96% HDP. Takmer identickú úroveň verejného dlhu presahujúcu 90% HDP zaznamenali Belgicko s Francúzskom. Taliansko a Portugalsko prekročili hranicu dlhu 100% HDP. S takto vysokou úrovňou dlhu sa spájajú problémy v hospodárskom raste či riziko straty konkurencieschopnosti. Jedine Fínsko spomedzi krajín tretieho zhľuku neprekročilo hranicu dlhu zakotvenú konvergenčnými kritériami, ale udržalo sa tesne pod ňou (59,50% HDP). Priemerná nezamestnanosť bola evidovaná na úrovni 8,76%. Po Grécku, druhú najvyššiu nezamestnanosť dosiahlo Španielsko (15,50%), po ktorom nasledovalo Taliansko (10,90%). V spomínaných dvoch krajinách došlo v porovnaní s rokom 2007 k nárastu nezamestnanosti. Jednotkové náklady práce rástli tempom 4,12%. Vnútri zhľuku došlo k rôznemu vývoju tohto indikátora. Zrýchlenie rastu jednotkových nákladov práce zaznamenali v Belgicku, Rakúsku a Portugalsku. Naopak, k poklesu JNP došlo v ostávajúcich krajinách – Španielsku, Francúzsku, Taliansku a Fínsku. K rastu prispel najmä nárast miezd a slabšia produktivita práce. Trend dynamického rastu JNP v eurozóne sa očakával aj v rokoch 2020 a 2021, nakoľko v dôsledku pandémie a s ňou súvisiacich opatrení, dochádzalo k znižovaniu pracovných miest a k poklesu produktivity práce.

Posledný, štvrtý zhľuk krajín tvorí Írsko a Cyprus. Obe krajiny zaznamenali približne identický vývoj vo všetkých indikátorov, s výnimkou jednotkových nákladov práce, kde bol vývoj protichodný. Saldo bežného účtu platobnej bilancie bolo v oboch krajinách výrazne záporné. Práve Cyprus zaznamenal najväčší deficit salda bežného účtu v eurozóne na úrovni -4,90% HDP, po ktorom nasledovalo Írsko (-4,70% HDP). V oboch prípadoch však došlo k miernej korekcii a vylepšeniu v porovnaní s predchádzajúcim sledovaným obdobím. Vysoký deficit BÚ Írska je reakciou na účinky činnosti nadnárodných korporácií. Od takejto úrovne BÚ sa odvíja aj záporná hodnota ukazovateľa čistej medzinárodnej investičnej pozície. Írsko sa približuje k hranici -200% HDP a Cyprus k -120% HDP. Takto deficitné hodnoty indikátora NIIP odrážajú predovšetkým medzinárodné finančné väzby nadnárodných inštitúcií, činnosti účelovo vytvorených subjektov či pretrvávajúce problémy v rámci finančného sektora. Dlh Írska sa drží pod hranicou konvergenčných kritérií, pričom Cyprus sa približuje k úrovni dlhu

100% HDP. Vo všeobecnosti je rast jednotkových nákladov práce pomalší v krajinách, ktoré sú považované za čistých dlžníkov, akými sú aj Írsko s Cyprusom. Kým Cyprus evidoval rast JNP 5,30%, Írsko zaznamenalo jeho pokles o 4,30%. Rovnako ako v predchádzajúcich prípadoch, za následok rastúcich JNP je považovaná nízka produktivita práce. V sledovaných krajinách trh práce trpí problémom nezamestnanosti mladých ľudí, kde je ich miera vyššia ako vo zvyšku eurozóny. Vyššia nezamestnanosť prevládala na Cypre (8,90%). Írsko malo nezamestnanosť na úrovni 5,80%.

Uvedené priemerné hodnoty vybraných makroekonomických indikátorov nachádzame v Tabuľke 7. Podobne ako v predchádzajúcom prípade, aj tu sú najlepšie a najhoršie dosiahnuté úrovne zvýraznené farebne odlišeným **Bolt** písmom.

Tabuľka 7 Popis zhlukov v roku 2019 (stredné hodnoty premenných)

	2019							
	Zhluk č. 1	SH	Zhluk č. 2	SH	Zhluk č. 3	SH	Zhluk č. 4	SH
Bežný účet platobnej bilancie		-2,10		3,96		<u>0,83</u>		<u>-4,80</u>
Čistá medzinárodná investičná pozícia		-154,20		<u>10,48</u>		-20,40		<u>-154,80</u>
Vládny dlh		<u>180,70</u>		<u>40,59</u>		95,96		74,15
Miera nezamestnanosti		<u>19,40</u>		5,36		8,76		<u>5,35</u>
Jednotkové náklady práce		<u>-1,40</u>		<u>11,39</u>		4,23		0,50

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov analýzy

Sumár získaných údajov za rok 2019 a porovnanie s predchádzajúcim obdobím:

Pri pozorovaní salda bežného účtu platobnej bilancie vidíme, že niektoré ekonomiky eurozóny evidovali nárast prebytkov, iné nárast deficitov a niektoré krajiny sa viac priblížili k vyrovnanému saldu BÚ. Najmä pobaltské krajiny si vylepšili pozíciu BÚ, kedy sa z výrazných a hlbokých deficitov dostali na vyrovnané až prebytkové pozície. Krajiny, často označované za jadro eurozóny, Nemecko a Holandsko ešte viac navýšili svoje beztak vysoké prebytky bežných účtov. Podobný trend vývoja zaznamenal aj indikátor čistej medzinárodnej investičnej pozície. Niektoré krajiny si však aj napriek

prebytkom na BÚ, prípadne vyrovnanému saldu BÚ, nedokázali udržať jeho kladnú úroveň a dostali sa do markantne záporných hodnôt. Príkladom je Portugalsko, ktoré napriek vyrovnanému saldu BÚ evidovalo zápornú hodnotu NIIP takmer -100% HDP. Niektoré krajiny, predovšetkým Holandsko, Nemecko, Luxembursko ale aj Malta zaznamenali nadmerne pozitívne hodnoty tohto indikátora. Avšak aj takáto nadmerne kladná hodnota môže so sebou prinášať makroekonomické riziko v podobe straty časti zahraničného bohatstva, v prípade ak cudzinci nebudú schopní splácať svoje dlhy. V prípade vládneho dlhu vidíme narastajúci trend takmer vo všetkých krajinách. Nad hranicu stanovenú v Maastrichtských kritériách sa dostalo v roku 2019 až 9 krajín eurozóny. Jedine Nemecko dokázalo svoj dlh v porovnaní s rokom 2007 znížiť. Zvyšné krajiny ho postupom rokov navyšovali a v roku 2019 eurozóna eviduje priemerný dlh na úrovni takmer 72% HDP. Príčinou bola najmä finančná kríza, s ktorej príchodom krajiny zaznamenali jeho prudký nárast. Nárast však najviac pocítili tie ekonomiky, ktoré boli v procese nápravy deficitov bežného účtu. Vývoj konkurencieschopnosti sa odvíja, okrem iného, od investovania do vedy, výskumu a vzdelávania. Práve krajiny ako Grécko, Taliansko, Portugalsko či Španielsko si vzhľadom na potrebu financovania vládneho dlhu nedokázali vytvoriť dostatočný priestor na zvyšovanie investícií do týchto zložiek, čím značne strácali svoju konkurencieschopnosť voči iným krajinám. Pozitívny vývoj zaznamenala miera nezamestnanosti, ktorá v priebehu sledovaného obdobia klesala. Samozrejme aj v tomto prípade nachádzame výnimky v podobe krajín periferie - Grécko, Taliansko, Španielsko a Cyprus. Tieto krajiny postihuje aj naďalej vysoká miera nezamestnanosti, čo je odrazom nižšej konkurencieschopnosti na zahraničných trhoch. Napriek postupne klesajúcej miere nezamestnanosti, rozdiely v rámci eurozóny ostávajú naďalej priepastné. Eurozóna sa v rámci trhu práce potýka s niekoľkými problémami. Jedným z nich je problém dlhodobej nezamestnanosti, ktorý prostredníctvom hysterézných efektov vedie k zvyšovaniu štrukturálnej nezamestnanosti. Ďalším problémom je skutočnosť, že nezamestnanosť postihuje vo vybraných krajinách mladú generáciu, ktorých miera nezamestnanosti je vyššia ako 10%. Rast jednotkových nákladov práce v krajinách eurozóny zaznamenal dynamický nárast. Túto skutočnosť odzrkadľovala situácia na prehriatom trhu práce, kedy bol nízky rast produktivity práce spojený s narastajúcimi mzdami.

4.2 Aplikácia indikátorov hodnotiacej tabuľky na identifikovanie nerovnováh v menovej únii pre rok 2020

V roku 2019, teda rok pred tým, ako svet postihla pandémia, 13 krajín evidovalo nerovnováhu, pričom 3 z nich trpeli nadmernou nerovnováhou. Nadmerné nerovnováhy majú tendenciu pretrvávať, čo odráža ich dlhotrvajúci charakter a s tým súvisiace ťažkosti. Reflektuje to taktiež časové oneskorenie politických reakcií a v niektorých prípadoch ich nedostatočnú implementáciu.

Nasledujúce tabuľky 8 až 10 zobrazujú vývoj indikátorov hodnotiacich nerovnováhy krajín eurozóny pre rok 2020, v porovnaní s prahovými hodnotami definovanými v hodnotiacej tabuľke. Väčšina makroekonomických indikátorov prechádzala do roku 2020 procesom nápravy, ktoré odzrkadľovali priaznivý hospodársky vývoj. Vypuknutie pandémie COVID-19 a s tým súvisiace opatrenia, ktoré obmedzili ekonomickú činnosť väčšiny krajín tento pozitívny trend zvrátili.

Tabuľka 8 Indikátory hodnotiace vonkajšiu nerovnováhu krajín, vrátane konkurencieschopnosti (2020)

	CA	NIIP	REER	EXP	ULC
<i>Hraničné hodnoty</i>	-4%/+6%	-35%	±5%	-6%	+9%
Belgicko	0,1	44,4	2,5	10,88	7,50
Nemecko	7,5	63,4	2,4	1,40	11,10
Estónsko	1,0	-21,5	5,3	17,56	17,10
Írsko	-5,8	-174,0	-1,2	49,97	-6,30
Grécko	-3,7	-175,0	0,4	-10,10	6,40
Španielsko	1,6	-84,9	1,1	-6,77	11,00
Francúzsko	-1,0	-30,2	2,7	-6,86	4,60
Taliansko	3,2	2,0	0,6	-2,84	5,50
Cyprus	-6,6	-136,2	0,1	28,50	5,60
Lotyšsko	0,7	-34,7	5,9	18,24	18,60
Litva	3,7	-15,8	6,9	39,31	18,30
Luxembursko	4,5	53,4	1,5	20,63	11,10
Malta	3,0	51,0	2,1	13,21	19,90
Holandsko	9,1	113,9	3,8	7,40	14,00
Rakúsko	1,6	9,3	3,2	5,19	12,20
Portugalsko	0,0	-104,8	0,0	-0,85	16,20

Slovinsko	6,4	-15,2	1,9	20,23	14,90
Slovensko	-1,8	-65,7	5,3	8,10	16,40
Fínsko	-0,5	-4,4	2,3	12,28	5,40
<i>Priemer EA</i>	<i>1,21</i>	<i>-27,63</i>	<i>2,46</i>	<i>11,87</i>	<i>11,03</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbances-procedure/data/scoreboard>

Od vypuknutia finančnej krízy, po ktorej nasledovala dlhová kríza sa tokové veličiny v krajinách menovej únie začali vyvíjať priaznivým smerom. Príkladom bol bežný účet platobnej bilancie, ktorý sa z hlbokých deficitov vo väčšine krajín premietol do vyrovnaných, prípadne až prebytkových pozícií. V roku 2020 bolo saldo bežného účtu krajín eurozóny v miernom prebytku (1,21% HDP), avšak stále v rámci prahových hodnôt. V Tabuľke 8 vidíme, že v danom roku 5 krajín menovej únie prekročilo orientačnú spodnú a vrchnú hranicu tohto indikátora. Výrazné prebytky bežného účtu pretrvávajú už niekoľko rokov v Nemecku a Holandsku. Tieto naakumulované prebytky reflektujú utlmené investície a vysoké prebytky domácich úspor. Orientačnú prahovú hodnotu mierne prekonal aj Slovinsko, najmä z dôvodu výrazných úspor domácností. Vysoké deficity bežného účtu pretrvávajú na Cypruse a v Írsku, kde odrážajú činnosti nadnárodných spoločností.

Napriek priaznivému vývoju tokových veličín sa stavové veličiny – čistá medzinárodná investičná pozícia, naďalej zhoršovali. Platí to predovšetkým pre tie krajiny, ktoré využili programy finančnej pomoci, t.j. Cyprus, Grécko, Írsko, Portugalsko a Španielsko. NIIP možno v princípe považovať za kumulatívny výsledok vývoja bilancie bežného účtu, ktorý sa vyvíja rovnakou cestou, avšak plynulejším spôsobom. V roku 2020 sa celkovo 6 krajín menovej únie ocitlo pod orientačnou hranicou NIIP indikátora. Hranicu -170% HDP prekonal Grécko a Írsko. Cyprus sa dostal pod hranicu -130% HDP. V niektorých krajinách sa na tvorbe značne zápornej hodnoty NIIP indikátora podieľal najmä vysoký zahraničný verejný dlh. Nemecko a Holandsko, v ktorých pretrváva vysoká kladná úroveň čistej medzinárodnej investičnej pozície si v sledovanom roku túto hodnotu ešte navýšili. Prispeli k tomu účinky kladného oceňovania a rast nominálneho HDP.

Recesia spôsobená pandémiou COVID-19 postihla aj finančné trhy. Reálny efektívny výmenný kurz sa vyvíjal dynamicky, čo bolo spôsobené najmä odlevom kapitálu a znížením cien ropy a ostatných komodít. Po vypuknutí pandémie menové authority eurozóny predpokladali blížiacu sa recesiú a preto vytvorili podporné opatrenia,

ktoré mali zabezpečiť zlepšenie podmienok na finančnom trhu. Trhy s výmennými kurzami sa po zúžení rizikových prirážok stabilizoval. V sledovanom roku 4 krajiny eurozóny trpeli nadhodnotenými reálnymi výmennými kurzmi, ktoré prekročili orientačnú hodnotu. V budúcnosti sa však očakáva, že vzhľadom na volatilitu nominálnych výmenných kurzov bude oveľa viac krajín, ktoré prekročia prahovú hodnotu REER. Spomedzi členovej menovej únie sa našla aj jedna krajina, Írsko, ktorá naopak svoj kurz podhodnotila. Najčastejšie sa dynamika REER a strata konkurencieschopnosti spájajú s vývojom jednotkových nákladov práce. Predikcie na ďalšie roky tvrdia, že tie krajiny, ktoré boli a stále sú značne postihnuté súčasnou krízou dosiahnu len minimálny nárast konkurencieschopnosti vo vzťahu ku krajinám ako sú Nemecko a Holandsko.

Nakoľko boli krajiny Európskej únie zasiahnuté pandémiou a striktnými opatreniami vo väčšej miere ako zvyšok sveta, najviac postihnutým bol obchod v rámci EÚ a eurozóny. Mnohé krajiny stratili podiel na vývoznom trhu v dôsledku toho, že ich obchodnými partnermi boli zvyšné krajiny eurozóny. V sledovanom roku tri krajiny zaznamenali straty na exportnom trhu pod referenčnú hranicu -6%. Najväčšiu stratu evidovalo Grécko. Výraznú stratu utrpelo aj Francúzsko so Španielskom. Všetky tri krajiny možno považovať za krajiny vyvážajúce služby, najmä v podobe cestovného ruchu. V dôsledku striktných opatrení a obmedzeného cestovania do zahraničia bol najviac zasiahnutý cestovný ruch, na čo doplatili tie krajiny, v ktorých tvoril významný podiel na exportnom trhu. Krajiny ako Holandsko či Nemecko podiely na vývoznom trhu dokázali aj napriek pandémií zvýšiť.

Posledný ukazovateľ hodnotiaci vonkajšiu nerovnováhu a konkurencieschopnosť krajín – jednotkové náklady práce sa v sledovanom roku zrýchlili, najmä v dôsledku nízkej produktivity práce. Pokles produktivity práce odrážal obmedzenú výrobu spojenú s udržiavaním pracovných miest v časoch, kedy bola produkcia minimálna. Na základe údajov zaznamenaných v Tabuľke 8 vidíme, že z 19 krajín menovej únie až 12 krajín zaznamenalo prudký nárast jednotkových nákladov práce a prekročili referenčnú hranicu 6%. Po tomto prudkom náraste v roku 2020 však odborníci očakávajú mierne spomalenie v ďalších rokoch, ktoré bude spôsobené obnovením hospodárstva. Z tabuľky tiež vidíme, že rast jednotkových nákladov práce bol vyšší v krajinách jadra eurozóny (Nemecko, Holandsko), v porovnaní s krajinami periférie (Írsko, Grécko, Cyprus). V priemere sa rast jednotkových nákladov práce v eurozóne zrýchlil o 9,89%.

Analýza indikátorov vonkajšej nerovnováhy a konkurencieschopnosti naznačujú, že v roku 2020 väčšina krajín eurozóny mala problémy najmä s nízkou produktivitou práce, ktorá viedla k rastu jednotkových nákladov práce. Problematickým pre mnohé krajiny bol taktiež vývoj čistej medzinárodnej investičnej pozície, ktorý sa v niektorých krajinách udržiava na zápornej úrovni, ktorá značne prekračuje orientačnú prahovú hodnotu. Takáto úroveň indikátora NIIP hovorí o nadmernej závislosti jednotlivých krajín od vonkajších kapitálových tokov.

Tabuľka 9 Indikátory hodnotiace vnútornú nerovnováhu krajín (2020)

	HOU	PSC	PSD	GGGD	UR	TFSL
<i>Hraničné hodnoty</i>	+6%	+14%	+133%	+60%	+10%	+16,5%
Belgicko	3,60	1,10	192,0	112,80	5,70	8,80
Nemecko	7,10	6,00	120,1	68,70	3,40	11,30
Estónsko	6,90	3,60	104,4	19,00	5,60	17,50
Írsko	-0,20	-1,80	188,9	58,40	5,50	7,20
Grécko	5,60	5,40	125,3	206,30	17,60	27,40
Španielsko	2,20	4,40	146,4	120,00	15,00	9,50
Francúzsko	4,40	13,00	173,7	115,00	8,50	11,60
Taliansko	2,10	4,10	118,7	155,60	9,90	6,80
Cyprus	0,70	-2,50	259,7	115,30	7,70	-2,50
Lotyšsko	2,70	-1,80	66,7	43,20	7,30	10,80
Litva	6,40	0,30	54,7	46,60	7,00	28,50
Luxembursko	13,80	44,10	316,8	24,80	6,00	-3,60
Malta	2,20	9,00	139,0	53,40	3,90	1,90
Holandsko	6,00	-1,30	233,7	54,30	3,70	3,30
Rakúsko	6,20	4,70	131,2	83,20	4,90	10,60
Portugalsko	8,00	4,40	163,7	135,20	6,80	7,20
Slovinsko	5,20	-0,90	69,7	79,80	4,90	14,00
Slovensko	7,20	3,70	95,3	59,70	6,30	9,90
Fínsko	1,30	6,40	153,3	69,50	7,30	7,80
<i>Priemer</i>	<i>4,81</i>	<i>5,36</i>	<i>150,17</i>	<i>85,31</i>	<i>7,21</i>	<i>9,89</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/data/scoreboard>

Tabuľka 9 zobrazuje ukazovatele, na základe ktorých identifikujeme a posúdime vnútorné nerovnováhy krajín menovej únie. Rast cien obytných nehnuteľností bol masívny, pričom 7 krajín prekročilo orientačnú hranicu indikátora. Medzi tieto krajiny patrilo aj Slovensko. Prognózy začiatkom roka 2020 nasvedčovali tomu, že v blízkej budúcnosti by malo dôjsť v mnohých členských štátoch ku korekciám cien obytných nehnuteľností smerom nadol. Odrážalo to najmä vplyv krízy na trh práce, s tým súvisiacu hrozbu zvýšenia nezamestnanosti, a pokles príjmov domácností. Súčasná situácia v roku 2022 však jasne naznačuje, že vývoj cien nehnuteľností na Slovensku nabral novú dynamiku. Pandémia namiesto realitného útlmu spôsobila takmer úplný opak. Lídrom v trende zvyšovania cien nehnuteľností na Slovensku sa stala Bratislava. Za vysoké ceny bytov mohli predovšetkým lacné pôžičky. Existuje však hrozba, že v blízkej budúcnosti dôjde k prasknutiu realitnej bubliny. Hlavnú úlohu regulátora finančného trhu zohráva Národná banka Slovenska, ktorá začala zvyšovať úroky, ktoré povedú k zdražovaniu úverov, čím sa ponuka dostupných lacných úver obmedzí. Celý sled udalostí následne povedie k znižovaniu cien nehnuteľností. Na prasknutie cenovej bubliny nehnuteľností na Slovensku značne vplýva aj súčasná obchodná vojna medzi Ruskou federáciou a Západom. K vážnym problémom dôjde v momente, ak sa úplne zastavia dodávky ropy a zemného plynu z Ruska. Následné spomalenie hospodárskeho rastu ohrozí vznik recesie a s tým súvisiacu vysokú mieru nezamestnanosti. Okrem Slovenska, malo problém s markantným nárastom cien nehnuteľností aj Luxembursko, kde sa tento nárast pohyboval v dvojčíferných číslach. K takto prudkému nárastu došlo najmä v dôsledku nepomeru medzi dopytom a ponukou, kedy dopyt jasne preyšuje ponuku bytov, čo tlačí ich ceny smerom nahor. K nadhodnoteniu cien nehnuteľností na bývanie v Luxembursku prispel aj vysoký dlh domácností. V eurozóne sa v priemere ceny obytných nehnuteľností zvýšili o 4,81%. Luxembursko okrem dynamického rastu cien nehnuteľností ako jediné prekročilo prahovú hodnotu ďalšieho sledovaného indikátora, úverového toku v súkromnom sektore (PSC). V priemere sa finančné prostriedky smerujúce do sektoru nefinančných korporácií, neziskových inštitúcií a domácností v eurozóne zvýšili o 5,36%.

Problémom v eurozóne niekoľko rokov po finančnej kríze aj naďalej ostáva vysoká a neudržateľná úroveň verejného a súkromného dlhu. Až 10 krajín prekročilo prahovú hodnotu súkromného dlhu a 11 krajín verejného dlhu. Slovensko a pobaltské krajiny sa ako jediné krajiny neocitli nad referenčnými hranicami ani jedného zo spomínaných dlhov. Na druhej strane Belgicko, Španielsko, Francúzsko, Cyprus

a Portugalsko prekročili referenčnú úroveň v oboch prípadoch. Luxembursko vykazuje v úrovni súkromného dlhu jasne odľahlú hodnotu, až 316,8% v pomere k HDP. Vzhľadom na silnú pozíciu Luxemburska ako globálneho finančného centra, úroveň súkromného dlhu vychádza z dynamiky finančného sektora a reflektuje vysokú úroveň podnikového dlhu. V ostávajúcich krajinách, ktoré neprekročili hranicu súkromného dlhu sa vývoj tohto indikátora vyvíjal pomerne stabilne. Verejné dlhy sa v krajinách eurozóny dlhodobo udržiavajú na vysokých úrovniach, ktoré v mnohých prípadoch prekračujú hodnotu zakotvenú v konvergenčných kritériách. Spomedzi členských krajín len 8 štátov, vrátane Slovenska, nevykazuje známky nadmerného verejného dlhu. Slovensko sa v roku 2020 držalo tesne pod hranicou dlhu 60% HDP. Dlh bude v nasledujúcich rokoch rásť a to najmä v tých krajinách, ktoré boli najviac postihnuté pandémiou COVID-19. Preto možno očakávať, že aj tie krajiny, ktoré v roku 2020 neevidovali dlh na úrovni vyššej ako 60% HDP, v nasledujúcich rokoch túto hranicu prekročia. Výnimkou nebude ani Slovensko. Najzadlženejšou krajinou z pohľadu verejného dlhu je už niekoľko rokov Grécko, ktoré eviduje dlh presahujúci 200% HDP. Takýto nárast bol zaznamenaný najmä v dôsledku poklesu hospodárskej aktivity. Naopak, najnižším verejným dlhom disponuje Estónsko, pričom zvyšné krajiny Pobaltia na tom nie sú výrazne horšie.

Vývoj nezamestnanosti bol v krajinách menovej únie pomerne stabilný. Prahové hodnoty prekročilo iba Grécko so Španielskom. Grécko trpí vysokou mierou nezamestnanosti už dlhé roky, pričom významný podiel tvoria dlhodobo nezamestnaní. V období, kedy vrcholila pandémia COVID-19 dochádzalo k nárastu nezamestnanosti takmer vo všetkých štátoch, i keď v rozličnej miere. Vplyv pandémie na nezamestnanosť sa líšil v jednotlivých krajinách, odvetviach a samotných pracovníkov. Najviac ohrození stratou zamestnania boli nízko-kvalifikovaní a nízko-príjmoví zamestnanci v oblastiach, ktoré pandémia postihla najviac (stravovacie a ubytovacie služby, maloobchod atď.) V priemere sa miera nezamestnanosti v eurozóne držala na úrovni takmer 10%. Posledný faktor hodnotiaci vnútorné nerovnováhy, záväzky finančného sektora, poukazuje na nerovnováhu v troch krajinách – Estónsko, Grécko a Litva. V týchto krajinách bola medziročná miera rastu vyššia ako orientačná hodnota, pričom najvyšší rast zaznamenala Litva.

V kontexte vnútorných nerovnováh vidíme, že najčastejšie krajiny prekračovali hraničné hodnoty súkromného a verejného dlhu. Možno tvrdiť, že práve tieto dva indikátory, predstavujú pre krajiny eurozóny najväčší problém. V dôsledku jednotnej meny nemajú krajiny možnosť dlh devalvovať, čím by znehodnotili svoju menu a to by

následne viedlo k zvýšeniu vonkajšej konkurencieschopnosti. Priemerný súkromný dlh krajín eurozóny predstavoval 150,17% HDP a verejný dlh 85,31% HDP. Problematickou oblasťou je aj rast cien obytných nehnuteľností v krajinách eurozóny. Tento problém zotrúva na Slovensku doposiaľ.

Tabuľka 10 Indikátory hodnotiace trh práce krajín (2020)

	AR	L-T UR	YUR
<i>Hraničné hodnoty</i>	-0,2%	+0,5%	+2%
Belgicko	0,60	-1,20	-4,0
Nemecko	1,10	-0,50	0,6
Estónsko	0,40	-0,80	6,3
Írsko	-0,80	-1,70	0,9
Grécko	-0,90	-4,70	-8,6
Španielsko	-1,70	-2,70	-0,3
Francúzsko	-0,50	-1,30	-1,9
Taliansko	-1,30	-1,80	-5,3
Cyprus	1,90	-2,40	-6,5
Lotyšsko	1,20	-1,10	-2,1
Litva	2,60	-0,20	6,3
Luxembursko	2,00	-0,40	7,8
Malta	4,90	-0,90	0,3
Holandsko	1,20	-1,00	0,2
Rakúsko	0,20	-0,50	0,7
Portugalsko	-0,40	-2,20	-1,3
Slovinsko	0,40	-1,20	3,0
Slovensko	0,30	-1,90	0,4
Fínsko	1,60	-0,90	1,3
<i>Priemer</i>	<i>0,67</i>	<i>-1,44</i>	<i>-0,12</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/data/scoreboard>

V prípade poslednej tabuľky, ktorá zobrazuje indikátory bližšie hodnotiace trh práce vidíme, že spod rovnováhy sa vymykali dva ukazovatele - miera ekonomickej aktivity obyvateľstva (AR) a miera nezamestnanosti mladých ľudí (YUR).

V roku 2020 klesala miera ekonomickej aktivity obyvateľstva prevažne v krajinách periférie – Írsko, Grécko, Španielsko, Taliansko a Portugalsko. Záporný trend vývoja zaznamenalo aj Francúzsko. Zvyšné krajiny menovej únie evidovali rast ekonomickej aktivity obyvateľstva, pričom najvyšší nárast dosiahla Malta. V prípade dlhodobej nezamestnanosti, všetky krajiny menovej únie zaznamenali jej zníženie. V priemere to bolo o 1,44 p.b. Posledný ukazovateľ, nezamestnanosť mladých ľudí, predstavoval problém najmä v Estónsku, Litve, Slovinsku a Luxembursku, kde ukazovateľ prekročil orientačnú hodnotu 2%. V prípade tohto indikátora môžeme v Tabuľke 10 pozorovať, že krajinám periférie sa podarilo dosiahnuť lepšie výsledky a nezamestnanosť mladých ľudí znížili, v porovnaní s krajinami jadra eurozóny. Najmä vďaka politickým zásahom a opatreniam na národnej úrovni jednotlivých štátov, pandémie COVID-19 mala pomerne mierny vplyv na trh práce v porovnaní s recesiou, aká nastala v hospodárstve eurozóny.

Hospodárska aktivita členov menovej únie sa do roku 2019 vyvíjala pomerne priaznivo, kedy makroekonomické nerovnováhy boli v procese nápravy. Niektoré makroekonomické indikátory, najmä ukazovateľ verejného dlhu, sa ani postupom času v niektorých krajinách nedokázal dostať na úroveň prijateľnú Maastrichtskými kritériami. Pandémia COVID-19 mnohé existujúce makroekonomické nerovnováhy ešte viac prehĺbila a začali vznikať nové riziká, najmä v oblasti cien obytných nehnuteľností a nákladovej konkurencieschopnosti. K neustále prehľbujúcim sa nerovnováham v súčasnosti prispieva aj obchodná vojna medzi Západom a Ruskom.

V roku 2020 Európska Komisia považovala za opodstatnené, aby bolo hĺbkové preskúmanie vykonané v krajinách, v ktorých boli identifikované nerovnováhy v predchádzajúcom období. Ide o nasledujúcich 9 krajín:

- Cyprus, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Írsko, Nemecko, Portugalsko, Španielsko a Taliansko.

Takéto hĺbkové preskúmanie sa považuje za obozretný postup, ktorý pomôže lepšie posúdiť a analyzovať, či sa existujúce nerovnováhy odstraňujú, naďalej pretrvávajú či dokonca zhoršujú. Na základe hĺbkového preskúmania sa zistilo, že nerovnováhami v roku 2020 trpeli:

- Francúzsko, Nemecko, Írsko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko.

Okrem týchto šiestich krajín, boli ďalšie tri krajiny, ktoré trpeli nadmernými nerovnováhami. Išlo o:

- Cyprus, Grécko a Taliansko.

Čím viac bude v rámci eurozóny dochádzať k žiaducej integrácii, tým menej dôležité bude monitorovanie nerovnováh jednotlivých členských štátov, pretože v iných častiach eurozóny by našli prirodzenú kompenzáciu. V súčasnosti však PMN zaobchádza s členskými štátmi ako so samostatnými subjektmi. Krajiny menovej únie sa v roku 2020 potykali so závažným hospodárskym poklesom a sociálno-ekonomickými dôsledkami pandémie COVID-19. Povahu makroekonomických nerovnováh, ktoré sa v eurozóne objavovali však pandémia nijako výrazne nezmenila. Skôr pozastavila proces ich nápravy, ku ktorej v rámci jednotlivých krajín dochádzalo.

4.3 Diskusia

S využitím clusteringu sú krajiny menovej únie rozčlenené na štyri heterogénne zhluky. Analýza vykonaná pre dve odlišné časové obdobia (roky 2007 a 2019) umožnila pozorovať presun krajín v rámci zhlukov. Už v prvom sledovanom roku mali južné krajiny – Grécko, Španielsko a Portugalsko tendenciu vytvárať jeden zhluk, pričom Nemecko, Belgicko, Holandsko a Rakúsko sa zoskupovali v ostatných zhlukoch. Týmto sa potvrdzuje existencia jadra a periférie, resp. južnej a severnej eurozóny, ktorá poukazuje na dvojstupňovú menovú úniu. Mnohí ekonómovia spájajú vznik dvojstupňovej menovej únie s finančnou krízou v roku 2008. Vývoj makroekonomických indikátorov však naznačuje, že k tomuto rozdeleniu dochádzalo už pred jej vypuknutím. Iní ekonómovia diskutovali o dvojstupňovej Európe v kontexte krajín menovej únie a krajín, ktoré sa nepodieľajú na spoločnej mene, ale zúčastňujú sa na tvorbe spoločnej Európskej hospodárskej politiky. V diplomovej práci je pozornosť upriamená na dvojstupňovú Európu v rámci krajín menovej únie. Po vstupe krajín do eurozóny dochádza k čiastočnej konvergencii, krajiny v určitých oblastiach začínajú prosperovať a viac sa približujú k rovnovážnej polohe. Avšak niektoré oblasti sú naďalej postihnuté existenciou perzistentných nerovnováh. Z tohto dôvodu v minulosti prebiehali diskusie o tom, že by sa krajiny vtedajšej menovej únie mohli potenciálne integrovať, avšak do menšej eurozóny. Od týchto myšlienok sa z rôznych dôvodov upustilo a postupom času sa menová únia rozširovala o ďalších členov. Predurčenie krajín do zhlukov bolo na základe rôznych indikátorov, ktoré jasne dominovali v danom zoskupení krajín. Už v prvom sledovanom roku v rámci ukazovateľa salda bežného účtu existovali značné rozdiely medzi perifériou a jadrom eurozóny. Deficity bežného účtu na periférii odzrkadľovali silné domáce výdavky, ktoré trvalo prevyšovali rast reálnych príjmov,

pričom tento rozdiel bol do značnej miery financovaný úsporami v jadre. Podobný vývoj zaznamenala aj čistá medzinárodná investičná pozícia, ktorá rovnako odrážala makroekonomické nerovnováhy v eurozóne.

V roku 2019 sa členenie krajín menovej únie výrazne zmenilo. Grécko ako outlier eurozóny vytvorilo samostatný zhluk. Samostatnosť Grécka bola predurčená najmä v dôsledku vysokej úrovne verejného dlhu a nezamestnanosti, ktorá sa vychyľovala priemeru zvyšných krajín. Rovnako ako v roku 2007, aj v druhom sledovanom roku - 2019 pozorujeme dvojstupňovú eurozónu. Krajiny tvoriace jadro menovej únie vytvárali jeden zhluk a krajiny periférie, boli súčasťou ostávajúcich troch zhlukov. Samostatný zhluk vytvorili aj dve krajiny periférie – Írsko a Cyprus, ktoré mali takmer identické deficitné úrovne salda bežného účtu. Aj napriek tomu, že v priebehu rokov dochádzalo ku korekcii indikátora bežného účtu, stále existujú krajiny, ktoré trpia jeho značnou nerovnováhou. V tomto prípade nerovnováhy vykazujú aj tie krajiny, ktoré evidujú jeho nadmerný prebytok – Nemecko a Holandsko. Komisia sa síce vyjadrila, že prebytky bežného účtu nevzbudzujú také obavy o stav sledovanej ekonomiky ako pretrvávajúce nadmerné deficity, avšak vzhľadom k hladkému fungovaniu menovej únie je potrebné ich posudzovať ako nerovnováhy. V roku 2019 si početná časť krajín menovej únie vylepšili úroveň čistej medzinárodnej investičnej pozície. Niektoré krajiny - Írsko, Grécko či krajiny Pobaltia napriek zlepšeniu salda bežného účtu, deficit NIIP ešte viac prehĺbili. Najmarkantnejšie zmeny v porovnaní s rokom 2007 evidoval verejný dlh, ktorý sa v krajinách eurozóny zvýšil a prekročil hranicu stanovenú v Maastrichtských kritériách. Jeho priemerná hodnota v eurozóne dosahovala 71,89% HDP. Miera nezamestnanosti bola na pomerne udržateľnej úrovni, 7,56%, pričom medzi krajinami sledujeme protichodný vývoj. Niektoré krajiny svoju mieru nezamestnanosti znížili a niektoré ju, naopak, podstatne navýšili. Jednotkové náklady práce rástli v priemere o 7%.

Druhá analýza je zameraná na zistenie prítomnosti makroekonomických nerovnováh v krajinách menovej únie, pričom pri ich identifikácii sme využili indikátory hodnotiacej tabuľky Postupu pri makroekonomickej nerovnováhe. Analýzou základných štrnástich indikátorov sme dospeli k záveru, že v roku 2020 vykazovalo šesť krajín nerovnováhy - Francúzsko, Nemecko, Írsko, Holandsko, Portugalsko a Španielsko. Ďalšie tri krajiny evidovali nadmerné nerovnováhy – Cyprus, Grécko a Taliansko. Ide o krajiny jadra i periférie menovej únie. Oblasti, v ktorých sa nerovnováhy preukazujú najčastejšie súvisia s neudržateľnou úrovňou vládneho dlhu, ktorá sa v dôsledku krízy ďalej zvyšuje. Nadmerné riziko to predstavuje najmä pre tie krajiny, ktoré beztak trpeli

problémom nadmerného dlhu, avšak recesia spojená so súčasnou krízou tento dlh ešte viac prehĺbili. Problém predstavuje aj znížená konkurencieschopnosť, pomerne vysoká úroveň súkromného dlhu a záporná hodnota indikátora čistej medzinárodnej investičnej pozície v mnohých krajinách. Riziko pozorujeme aj v dynamickom raste cien obytných nehnuteľností, ktoré môžu spôsobiť prasknutie bubliny. Napriek tomu, že mnohé prognózy naznačovali korekciu cien obytných nehnuteľností smerom nadol, realita sa vyvíja opačným smerom. Príkladom je aj Slovensko, kde ceny obytných nehnuteľností rastú neudržateľným tempom. Tiež sa potvrdilo, že nerovnováhy nevznikajú len v krajinách, ktoré vykazujú nadmerný deficit salda bežného účtu, ale aj v krajinách s jeho nadmerným prebytkom. Holandsko s Nemeckom, ktoré dlhodobo evidujú prebytok salda bežného účtu boli z pohľadu Európskej Komisie zaradené medzi krajiny, v ktorých sa vyskytujú nerovnováhy. V dôsledku pandémie tieto prebytky o niečo klesli, avšak stále pretrvávajú.

Heterogenitu členských krajín menovej únie okrem makroekonomických ukazovateľov ovplyvňujú aj ich divergentné makro politiky. Práve tie možno považovať za jeden z dôvodov, prečo v priebehu rokov dochádzalo k presunu krajín eurozóny v rámci zhlukov a taktiež k rozdielnemu vývoju makroekonomických indikátorov. Kríza štátneho dlhu odhalila, že nedostatok vhodnej fiškálnej pozície alebo centralizovanej fiškálnej kapacity nebolo možné kompenzovať efektívnou spoločnou menovou politikou a niekoľkými mimoriadnymi opatreniami. Menová politika spolu s fiškálnou politikou sú pokladané za dva dôležité nástroje na udržanie zdravého a prosperujúceho hospodárstva krajín. Aby došlo k ekonomickému rastu, tieto dve politiky musia navzájom spolupracovať a dopĺňať sa. Krajiny EMÚ sa vzdávajú dôležitého mechanizmu prispôsobenia – svojej menovej politiky. Tú vykonáva Európska centrálna banka, na ktorú sú kladené vysoké požiadavky pre jej úspešnú realizáciu. Menová politika vykonávaná ECB je známa princípom „one size fits all“, ktorý však nemusí z dôvodu rozsiahlej heterogenity členských krajín vyhovovať v jednotnom čase všetkým ekonomikám eurozóny. Napriek tomu, že menovú politiku eurozóny riadi ECB, riadenie fiškálnej politiky ostáva v kompetencii každej krajiny samostatne. S fiškálnou politikou úzko súvisí aj daňové zaťaženie krajín, ktoré taktiež nie je v krajinách menovej únie jednotné.

Pokiaľ nebude zabezpečená dostatočná integrácia hospodárskych politík, makroekonomické nerovnováhy v eurozóne sa budú naďalej prehľbovať a krajiny budú čeliť väčšej divergencii, namiesto žiadúcej konvergenie. Tieto súvislosti, vrátane

odlišného vývoja makroekonomických ukazovateľov nakoniec viedli k tomu, že sa zoskupenie krajín v rámci menovej únie postupom času zmenilo. V oboch prípadoch zhlukovej analýzy je však zjavné, ktoré krajiny eurozóny majú tendenciu vytvárať jednotné zhluky. Ide najmä o krajiny západnej a strednej eurozóny (Nemecko, Francúzsko, Belgicko, Holandsko a taktiež aj Rakúsko), ktoré sa zhlučujú do jednej skupiny, pričom Španielsko, Taliansko, Grécko, Portugalsko a Írsko majú tendenciu vytvárať ďalšie samostatné zhluky.

Nevyhnutné zvrátenie existujúcich nerovnováh si vyžaduje štrukturálne reformy zamerané na zníženie rozdielov medzi krajinami, posilnenie hospodárskej odolnosti a zabezpečenie hladkého fungovania jednotnej menovej únie. Tieto štrukturálne politiky zahŕňajú široký súbor reforiem zameraných na zlepšenie trhovej alokácie zdrojov a zvýšenie inovácií a produktivity, v dôsledku čoho sa zabezpečí dynamickosť a väčšia odolnosť ekonomík voči šokom. Štrukturálne reformy zlepšujúce podnikateľské prostredie a investície, ktoré zvyšujú produktivitu, sú kľúčom k obnoveniu vonkajšej rovnováhy a silnejšiemu strednodobému rastu. Za úvahu stojí aj trvalé posilnenie makroekonomického dohľadu nad najväčšími ekonomikami, nakoľko majú systémový význam pre menovú úniu ako celok. Žiaducim sa zdá byť aj posilnenie politických kontaktov medzi najväčšími ekonomikami eurozóny, predovšetkým v oblasti hospodárskej politiky.

Záver

Pozorovanie stále pretrvávajúcich a rastúcich globálnych nerovnováh je predmetom nejednej živej diskusie medzi tvorcami politík a akademickými ekonómami. Makroekonomické nerovnováhy v prostredí Európskej menovej únie toho nie sú výnimkou. Hlavným príznakom týchto nerovnováh je rozširovanie deficitov bežného účtu na periférii eurozóny, ku ktorým prispievajú rastúce prebytky v jadre. Vplyvom finančnej krízy sa však odhalilo, že dôsledky nerovnováh sú oveľa vážnejšie, ako ekonómovia v minulosti predpokladali.

Ekonomická divergencia krajín eurozóny je z veľkej časti výsledkom ich ekonomických modelov, ktoré sa desaťročia vyvíjali a ktoré rozdielne reagujú na podmienky menovej únie a ekonomické výkyvy. V období po hospodárskej kríze politické opatrenia v kombinácii s pomerne priaznivým hospodárskym vývojom prispievali k postupnej náprave nerovnováh. V roku 2020 sa však tento pozitívny trend zastavil. Aktuálne prebiehajúca vojna na Ukrajine je po hospodárskej kríze v roku 2008 a následnej kríze spôsobenej pandémie COVID-19 v roku 2020, tretím asymetrickým šokom, ktorý menová únia zažíva v priebehu posledných dvoch desaťročí. Oblasťou zraniteľnosti zostáva najmä vysoká úroveň verejného a súkromného dlhu, čistá medzinárodná investičná pozícia niektorých krajín a strata konkurencieschopnosti. Taktiež dlhoročný nepomer medzi prebytkami a deficitmi bežných účtov sa javia ako problematické.

Prvá kapitola pozostávala z teoretického vymedzenia problematiky makroekonomických nerovnováh, ktoré sa prejavujú v prostredí Európskej menovej únie. Okrem stručnej charakteristiky, sme opísali aj kľúčové udalosti, ktoré predchádzali vzniku eurozóny. Nevynechali sme ani kategorizáciu krajín, ktorú mnohí autori pri opise krajín menovej únie využívajú. Najčastejšie sa toto členenie delí na dve skupiny – jadro a perifériu menovej únie. V práci sme zahrnuli prejavy, akými sa prítomnosť nerovnováh v eurozóne prezentuje a poukázali sme na konkurencieschopnosť, ako podstatnú súčasť tvorby nerovnováh. Vychádzajúc zo skutočností, ku ktorým sme sa v priebehu konštruovania prvej kapitoly dopracovali možno konštatovať, že súčasný makroekonomický vývoj naznačuje skôr pokračujúci proces ekonomickej divergencie ako konverencie krajín menovej únie.

V druhej kapitole sme jasne a stručne zadefinovali primárny cieľ predkladanej práce. Ten sme doplnili o niekoľko čiastkových cieľov. Súčasťou tretej kapitoly je

metodika a metódy skúmania, ktoré boli pri písaní záverečnej práce využité. Zamerali sme sa na opis vybraných indikátorov a stručnú charakteristiku zhlukovej analýzy, vrátane metód, ktoré sme aplikovali v praktickej časti. Všetky kvantitatívne údaje sme čerpali z jednotného zdroja, EURASTATu a následne ich spracovali v SPSS IBM softvéri a Exceli.

Záverečná, štvrtá kapitola je venovaná výsledkom analýzy a s tým súvisiacou diskusiou. Zhlukovanie jednotlivých krajín je preskúmané v dvoch časových obdobiach. Výsledky poukázali nato, že v priebehu rokov došlo k presunom krajín v rámci zhlukov, pričom členenie jadro – periféria sa zachovalo v oboch prípadoch. Krajiny ako Nemecko, Belgicko, Francúzsko, Holandsko či Rakúsko majú tendenciu vytvárať jeden zhluk, zatiaľ čo Španielsko, Grécko, Taliansko, Portugalsko či Írsko druhý. Taktiež pobaltské krajiny – Litva, Lotyšsko a Estónsko vytvárajú spoločný zhluk. Indikátory, ktoré predurčujú zhlukovanie krajín sú v závislosti od konkrétneho zhluku rôzne. Bližšie sme sa tomu venovali v prvej podkapitole praktickej časti. Druhá analýza, prostredníctvom ktorej je identifikovaná prítomnosť nerovnováh v krajinách eurozóny ukázala, že v roku 2020 (najaktuálnejší rok, ktorý poskytoval kompletnú databázu údajov) celkovo 9 krajín menovej únie zaznamenalo prítomnosť nerovnováh. Z tohto počtu 3 krajiny vykazovali známky nadmernej nerovnováhy. V závere kapitoly sú zhrnuté dosiahnuté výsledky, ktoré sú doplnené o návrhy na prípadnú korekciu nerovnováh v eurozóne. Priaznivá makroekonomická situácia, ktorá vedie k eliminácii nerovnováh dokáže uľahčiť automatické nastolenie rovnováhy v hospodárstve bez využitia politických opatrení, prípadne s minimálnymi zásahmi do ekonomického vývoja. Táto skutočnosť ale môže znížiť tlak na tvorcov politik aby uskutočňovali reformy, ktoré by prispeli ku korekcii a zosúladeniu makroekonomického vývoja krajín.

Zoznam použitej literatúry

Internetové zdroje:

1. BATTISTA PITTALUGA, Giovanni. *The History of the European Monetary Union: The European Monetary System*. Euroclio vol. 99. 2016. ISSN 0944-2294 str. 315.
2. BAYOUMI, Tamim – EICHENGREEN, Barry. *Shocking Aspects of European Monetary Unification*. [online]. In: F. Torres and F. Giavazzi (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press. 1993. [cit. 03.01.2022]. Dostupné na: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w3949/w3949.pdf
3. BEDNÁŘOVÁ, Pavla - HOVORKOVÁ VALENTOVÁ, Vladimíra. *Vývoj vnějších makroekonomických nerovnováh v Evropských zemích v souvislosti s probíhajícími integračními procesy*. [online]. *Současná Evropa* 2015/2. 2015. [cit. 11.01.2022]. s. 7. Dostupné na: <https://sev.vse.cz/pdfs/sev/2015/02/01.pdf>
4. BLANCHARD, Oliver – MILESI-FERRETTI Gian Maria. *(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?* [online]. USA: International Monetary Fund: Research Department. 2011. [cit. 17.01.2022]. str. 7. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1103.pdf>
5. CAMPOS, F. Nauro – MACCHIARELLI, Corrado. *The dynamics of core and periphery in the European monetary union: A new approach*. [online]. University College London, United Kingdom. 2020. [cit. dňa 05.01.2022]. Dostupné na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560620302813#s0030>
6. COLLIGNON, Stefan. *Macroeconomic imbalances and competitiveness in the euro area*. [online]. *Transfer: European Review of Labour and Research* No 1. 2013. [cit. 20.03.2021]. str. 63-81. Dostupné na: <http://gesd.free.fr/collig13.pdf>
7. DĚDEK, Oldřich. *Historie eura*. [online]. 2014. Dostupné na: <https://www.zavedenieura.cz/cs/euro/historie-eura>
8. EC.EUROPA.eu *Macroeconomic Imbalances Procedure: Information on indicators*. [online]. [cit. 01.03.2022]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>
9. EUROPA.eu *Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č.1176/2011 z 16. novembra 2011 o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh*. [online]. [cit. 11.01.2022]. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R1176&from=EN>
10. EUROPEAN COMMISSION. *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, Application: A Compendium*. [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union. 2016. ISBN978-92-79-54353-1. str. 36-37. [cit. 23.03.2022]. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip039_en_2.pdf
11. *European Monetary Union*. [online]. 1999. Dostupné na: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/vc121399>
12. EURÓPSKA KOMISIA. *Správa o mechanizme varovania na rok 2021*. [online]. 2020. Dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0745&from=EN>

13. EURÓPSKY DVOR AUDÍTOROV. *Audit postupu pri makroekonomickej nerovnováhe*. [online]. 2018. Dostupné na: https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR18_03/SR_MIP_SK.pdf
14. EUROSTAT.eu *Macroeconomic Imbalance Procedure: Scoreboard*. [online]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/macroeconomic-imbalances-procedure/indicators>
15. GROS, Daniel. *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or causes of the crisis?* [online]. CEPS Polici Brief. 2012. str. 11. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/254410600_Macroeconomic_Imbalances_in_the_Euro_Area_Symptom_or_Cause_of_the_Crisis
16. HOLINSKI, Nils – KOOL, Clemens – MUYSKEN, Joan. *Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences*. [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis. 2012. [cit. 17.01.2022]. str. 20. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/227438523_Persistent_Macroeconomic_Imbalances_in_the_Euro_Area_Causes_and_Consequences
17. INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Balance of Payment Manual*. [online]. 5. vydanie. 2005. [cit. 17.01.2022]. str. 6. ISSN: 9781557753397. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>
18. *Maastrichtské konvergenčné kritéria*. [online]. [cit. 30.03.2022]. Dostupné na: https://is.ambis.cz/th/nkubl/Priloha_c_12_Maastrichtske_konvergenčne_kriteriia.pdf
19. MELOUN, Milan – MILITKÝ, Jiří. *Přednosti analýzy shluků ve vícerozměrné statistické analýze*. [online]. Sborník přednášek z konference Zajištění kvality analytických výsledků. 2004. [cit. 01.03.2022]. str. 6. ISBN 80-86380-22-X. Dostupné na: <https://meloun.upce.cz/docs/publication/152.pdf>
20. ONDRÁŠ, Filip. *Kreativne účtovníctv: The art of faking balance sheet*. [online]. 2016. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/305393717_Kreativne_uctovnictvo
21. ORDÓÑEZ, Javier – SALA, Hector – SILVA, José. *Real Unit Labour Costs in Eurozone Countries: Drivers and Clusters*. [online]. IZA J Labor Stud 4. 2014. str. 22. [cit. 01.02.2022]. Dostupné na: <https://docs.iza.org/dp8258.pdf>
22. PIRLUIGI, Beatrice – SONDERMANN, David. *Macroeconomic imbalances in the euro area: Where do we stand?* [online]. ECB Occasional Paper Series No 211. Frankfurt nad Mohanom. 2018. [cit. 10.01.2022]. s. 3. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op211.en.pdf>
23. SWOBODA, Alexandre. *Robert Mundell and the Theoretical Foundation for the European Monetary Union*. [online]. 1999. Dostupné na: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/vc121399>
24. TREBUŇA, Peter – HALČINOVÁ, Jana. *Využitie mier asociácie a korelácie v zhlukovej analýze I*. [online]. 2012. [cit. 01.03.2022]. str. 67. Dostupné na: <https://www.sjf.tuke.sk/transferinovacia/pages/archiv/transfer/23-2012/pdf/067-069.pdf>