



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

VÝROČNÁ SPRÁVA 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

VÝROČNÁ SPRÁVA
2004

ECB EZB EKT EKP

50



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA



V roku 2005
je vo všetkých
publikáciách ECB
použitý motív
z bankovky 50 eur.



VÝROČNÁ SPRÁVA 2004

© Európska centrálna banka 2005

Adresa

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt nad Mohanom
Nemecko

Poštová adresa

European Central Bank
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefón

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

*Všetky práva vyhradené.
Reprodukovanie na vzdelávacie
a nekomerčné účely je povolené
s uvedením zdroja.*

*Preklad zabezpečila Národná
banka Slovenska. Zaväzným je
originálne anglické znenie.*

*Fotografie:
Claudio Hils
Martin Joppen
Stefan Laub
Constantin Meyer
Marcus Thelen
Európsky parlament*

*Redakčná uzávierka údajov
uvedených v tejto správe bola
25. februára 2005.*

ISSN 1830-2920 (tlačaná verzia)

ISSN 1830-3005 (elektronická verzia)

OBSAH

PREDSLOV	9	5. EKONOMICKÝ VÝSKUM	102
KAPITOLA 1		5.1. Výskumný program	102
HOSPODÁRSKY VÝVOJ A MENOVÁ POLITIKA		5.2. Výskumné skupiny	103
1. ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY	16	5.3. Makroekonometrické modelovanie eurozóny	104
2. MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ	19	6. OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI	106
2.1. Globálne makroekonomické prostredie	19	6.1. Dodržiavanie zákazu menového financovania a privilegovaného prístupu	106
2.2. Menový a finančný vývoj	22	6.2. Poradenské funkcie	106
2.3. Vývoj cien	42	6.3. Správa prijímania a poskytovania úverov európskeho spoločenstva	107
2.4. Vývoj produkcie, dopytu a trhu práce	49		
2.5. Fiškálny vývoj	57		
2.6. Vývoj výmenných kurzov a platobnej bilancie	65	KAPITOLA 3	
3. HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EÚ NEPATRIACICH DO EUROZÓNY	70	FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA	
		1. FINANČNÁ STABILITA	112
		1.1. Monitorovanie finančnej stability	112
		1.2. Spolupráca v krízových situáciách	114
		2. FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD	115
		2.1. Bankový systém	115
		2.2. Cenné papiere	115
		2.3. Účtovníctvo	116
		3. FINANČNÁ INTEGRÁCIA	117
		4. DOHĽAD NAD TRHOVOU INFRAŠTRUKTÚROU	122
		4.1. Dohľad nad platobnými systémami platieb veľkej hodnoty v eurách a infraštruktúrou	122
		4.2. Retailové platobné služby	123
		4.3. Systémy zúčtovania a vyrovnania cenných papierov	124
KAPITOLA 2		KAPITOLA 4	
OPERÁCIE A ČINNOSTI CENTRÁLNEJ BANKY		EURÓPSKE A MEDZINÁRODNÉ VZŤAHY	
1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY	82	1. EURÓPSKE OTÁZKY	132
1.1. Operácie menovej politiky	82	1.1. Strategické otázky	132
1.2. Devízové operácie	87	1.2. Inštitucionálne otázky	133
1.3. Investičné aktivity	87	2. MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY	135
2. PLATOBNÉ SYSTÉMY A SYSTÉMY ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV	89	2.1. Kľúčový vývoj v medzinárodnom menovom a finančnom systéme	135
2.1. Systém TARGET	89	2.2. Spolupráca s krajinami mimo EÚ	137
2.2. TARGET2	91		
2.3. Cezhraničné používanie kolaterálu	92		
3. BANKOVKY A MINCE	94		
3.1. Obeh bankoviek a mincí	94		
3.2. Falšovanie a potláčanie falšovania bankoviek	95		
3.3. Emisia a výroba bankoviek	96		
4. ŠTATISTIKA	99		
4.1. Ďalšie zdokonaľovanie štatistického rámca eurozóny	99		
4.2. Nové a rozšírené štatistiky	100		
4.3. Štatistika verejných financií	100		

KAPITOLA 5		4. ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB	177
ZODPOVEDNOSŤ		Správa vedenia o činnosti v roku končiacom 31. decembra 2004	178
1. ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI A EURÓPSKEMU PARLAMENTU	142	Súvaha k 31. decembru 2004	180
2. NÁZORY ECB NA VYBRANÉ TÉMY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM	143	Výkaz ziskov a strát za rok končiaci 31. decembra 2004	182
		Účtovné pravidlá	183
		Poznámky k súvahe	186
		Poznámky k výkazu ziskov a strát	193
		Poznámka k rozdeleniu strát	196
		Správa audítora	197
KAPITOLA 6		5. KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSISTÉMU K 31. DECEMBRU 2004	198
EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA			
1. KOMUNIKAČNÁ POLITIKA	148	PRÍLOHY	
2. KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY	149	PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB	202
		STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB	205
KAPITOLA 7		PUBLIKÁCIE ECB VYDANÉ OD JANUÁRA 2004	209
ROZŠÍRENIE EURÓPSKEJ ÚNIE		CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY V EUROSISTÉME	215
1. ÚSPEŠNÝ VSTUP DESIATICH NOVÝCH KRAJÍN	154	SLOVNÍK POJMOV	217
2. VZŤAHY S KANDIDÁTSKYMÍ KRAJINAMI EÚ	158	ZOZNAM BOXOV	
		1 Trendy v oblasti finančných investícií v nefinančnom sektore eurozóny v roku 2004	24
KAPITOLA 8		Tabuľka Finančné investície nefinančného sektora eurozóny	25
INŠTITUCIONÁLNY RÁMEC, ORGANIZÁCIA A ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA		2 Čo by sa mohlo stať s nadbytočnou likviditou eurozóny?	27
1. ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB	162	Graf Schematické znázornenie možností použitia prebytočnej likvidity	28
1.1. Eurosystém a Európsky systém centrálnych bánk	162	3 Spoločné trendy implikovanej volatility finančného trhu	32
1.2. Rada guvernérov	164	Graf A Implikovaná volatilita finančných trhov v eurozóne	33
1.3. Výkonná rada	166		
1.4. Generálna rada	168		
1.5. Výbory Eurosystému/ESCB a Výbor pre rozpočet	169		
1.6. Riadenie inštitúcie	169		
2. ORGANIZAČNÝ ROZVOJ	172		
2.1. Ľudské zdroje	172		
2.2. Nová budova ECB	173		
3. SOCIÁLNY DIALÓG ESCB	175		

Graf B	Implikovaná volatilita dlhopisových a akciových trhov v eurozóne a v Spojených štátoch	34	11	Služby Eurosystemu v oblasti správy rezerv	108
4	Mali v roku 2004 malé a stredné podniky v eurozóne horšie podmienky na svoje financovanie ako veľké podniky?	39	12	Študijná skupina pre kapitálové trhy a finančnú integráciu v Európe	118
Graf A	Zmeny úverových štandardov pre schvaľovanie úverov alebo úverových liniek nefinančným spoločnostiam	39	13	Finančná integrácia úverového trhu eurozóny	121
Graf B	Spready úrokových mier PFI medzi malými a veľkými úvermi nefinančným spoločnostiam	40	14	Štandardy pre zúčtovanie a vyrovnanie cenných papierov v Európskej únii	126
5	Ceny ropy a hospodárstvo eurozóny	44	15	Vyhlasenie o úlohách Eurosystemu	163
Tabuľka	Rast cien ropy brent vo vybraných obdobiach	44	ZOZNAM TABULIEK		
Graf A	Ceny ropy brent	45	1	Vývoj cien	42
Graf B	Ceny ropy a príspevok jednotlivých druhov energií k inflácii HICP	46	2	Ukazovatele nákladov práce	48
Graf C	Ceny ropy a príspevok jednotlivých druhov dopravy k inflácii HICP	46	3	Štruktúra reálneho HDP	49
6	Pokrok v štrukturálnych reformách trhu práce, výrobkov a služieb EÚ	50	4	Vývoj trhu práce	53
7	Potenciálne účinky demografických zmien v eurozóne	54	5	Fiškálna pozícia krajín eurozóny	58
Graf	Hlavné črty demografického vývoja v eurozóne	55	6	Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	70
8	Vývoj dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v eurozóne	59	7	Inflácia HICP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	71
Graf A	Dlhové cenné papiere sektora verejnej správy eurozóny v roku 2004 podľa krajiny emisie	59	8	Fiškálna pozícia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	72
Tabuľka	Štruktúra dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne	60	9	Platobná bilancia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	74
Graf B	Spready výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov voči nemeckým štátnym dlhopisom	61	10	Vývoj v ERM II	76
Graf C	Zmeny relatívnych pomerov dlh/HDP v porovnaní s Nemeckom a zmeny spreadov výnosov v rokoch 2001 až 2004	62	11	Oficiálna stratégia menovej politiky členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny	77
9	Fiškálna politika a makroekonomická stabilita	63	12	Platby v systéme TARGET	90
10	Hlavné prvky Mechanizmu výmenných kurzov II	75	13	Celková dostupnosť systému TARGET	90
			14	Výskyt falzifikátov podľa nominálnej hodnoty	95
			15	Výroba eurových bankoviek v roku 2004	97
			16	Hlavné charakteristiky hospodárstva EÚ vrátane a bez nových členských štátov	155
			ZOZNAM GRAFOV		
			1	Úrokové sadzby ECB a úrokové miery peňažného trhu	16
			2	Hlavné ukazovatele vývoja vo významných priemyselných krajinách	19
			3	Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch	22
			4	Agregát M3 a M3 upravený o odhadnutý vplyv portfóliových presunov	23
			5	Príspevky k ročnému rastu M3	23
			6	Krátkodobé úrokové miery vkladov PFI	24
			7	Vývoj M3 a jeho protipoložiek	26

8	Odhad peňažnej medzery	26	34	Faktory likvidity a vývoj objemu bankoviek v eurozóne v roku 2004	84
9	Krátkodobé úrokové miery a sklon výnosovej krivky peňažného trhu	29	35	Akceptovateľný obchodovateľný kolaterál	85
10	Úrokové miery trojmesačných termínovaných kontraktov EURIBOR a implikovaná volatilita odvodená z opcí na trojmesačné termínované kontrakty EURIBOR	30	36	Použitie obchodovateľného kolaterálu	85
11	Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov	30	37	Celková hodnota bankoviek v obehu v rokoch 2000 až 2004	94
12	Reálne výnosy dlhopisov a breakeven miera inflácie v eurozóne	31	38	Celkový počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2004	94
13	Hlavné burzové indexy	35	39	Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2004	95
14	Rast aktuálnych a očakávaných výnosov spoločností	35	40	Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2004	96
15	Dynamika trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a pôžičky v krajinách eurozóny	36	41	Štruktúra príspevkov v ECB Working Paper Series podľa klasifikácie Journal of Economic Literature	102
16	Úrokové miery pôžičiek PFI domácnostiam a nefinančným spoločnostiam	36			
17	Pomer dlhu k HDP a rast pôžičiek domácností	37			
18	Ukazovatele trhových nákladov na financovanie nefinančných spoločností	38			
19	Príspevok k medziročnej miere rastu dlhu nefinančných spoločností	41			
20	Bilančné ukazovatele nefinančných spoločností	41			
21	Štruktúra inflácie HICP: hlavné zložky	43			
22	Inflácia HICP: príspevky jednotlivých zložiek	43			
23	Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne	48			
24	Štruktúra cien priemyselných výrobcov v eurozóne	48			
25	Odmena na zamestnanca podľa sektorov	49			
26	Príspevky k štvrtročnému rastu reálneho HDP	50			
27	Produktivita práce	53			
28	Nezamestnanosť	54			
29	Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura	66			
30	Bežný účet platobnej bilancie a jeho zložky	66			
31	Saldo finančného účtu a jeho zložky	67			
32	Zmeny výmenných kurzov eura voči menám EÚ nezapojeným do ERM II	76			
33	Ponuky a prideľované sumy v týždenných HRO v roku 2004	83			

POUŽITÉ SKRATKY

KRAJINY

BE	Belgicko
CZ	Česká republika
DK	Dánsko
DE	Nemecko
EE	Estónsko
GR	Grécko
ES	Španielsko
FR	Francúzsko
IE	Írsko
IT	Taliansko
CY	Cyprus
LV	Lotyšsko
LT	Litva
LU	Luxembursko
HU	Maďarsko
MT	Malta
NL	Holandsko
AT	Rakúsko
PL	Poľsko
PT	Portugalsko
SI	Slovinsko
SK	Slovensko
FI	Fínsko
SE	Švédsko
UK	Spojené kráľovstvo
JP	Japonsko
US	Spojené štáty

OSTATNÉ

BIS	Banka pre medzinárodné zúčtovanie
BPM5	Príručka platobnej bilancie MMF (5. vydanie)
CPI	index spotrebiteľských cien
ECB	Európska centrálna banka
EDP	postup v prípade nadmerného deficitu
EER	efektívny výmenný kurz
EMI	Európsky menový inštitút
EMU	Hospodárska a menová únia
ESA 95	Európsky systém účtov 1995
ESCB	Európsky systém centrálnych bánk
EÚ	Európska únia
EUR	euro
ERM	mechanizmus výmenných kurzov
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	harmonizovaný index spotrebiteľských cien
MMF	Medzinárodný menový fond
NCB	národná centrálna banka
OECD	Organizácia pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj
PFI	peňažné finančné inštitúcie
PPI	index cien výrobcov
ULCM	jednotkové náklady práce v priemyselnej výrobe

V súlade s praxou Spoločenstva sú členské štáty EÚ v tejto správe zoradené v abecednom poradí podľa ich názvov v národných jazykoch.

Od roku 1998 organizuje ECB cyklus výstav s názvom „Súčasnú umenie členských štátov Európskej únie“. Cieľom výstav je dať zamestnancom i návštevníkom ECB možnosť oboznámiť sa s umením jednotlivých krajín EÚ. Súčasnú umenie sa prezentuje preto, lebo je charakteristickým pre obdobie, v ktorom sa menová únia stala skutočnosťou.

Niektoré z diel zakúpila ECB do svojej rozširujúcej sa zbierky. Na ôsmich stranách, ktoré oddeľujú kapitoly výročnej správy, sú reprodukované vybrané diela z tejto zbierky.

Autor: Stephan Jung

Názov: P.WP1, 2002

Technika: olej na plátne, Rozmery: 230 × 265 cm

14

Autor: Isa Dahl

Názov: „eben still“, 2004

Technika: olej na plátne, Rozmery: ø 190 cm

80

Autor: Jacob Dahlgren

Názov: Krakow, 2002

Technika: nádoby z jogurtu na alumíniu, Rozmery: 184 × 148 × 10 cm

110

Autor: Ana Luísa Ribeiro

Názov: Bez názvu, 2002

Technika: olej na plátne, Rozmery: 150 × 230 cm

130

Autor: Xenia Hausner

Názov: Traumspiel, 2004

Technika: chromolitografia na ručnom papieri (16/25), Rozmery: 96 × 129 cm

140

Autor: Philippe Cognée

Názov: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Technika: enkaustika na plátne, Rozmery: 154 × 153 cm

146

Autor: Jan Fabre

Názov: Bez názvu, 1987

Technika: atrament na papieri, Rozmery: 200 × 158 cm

152

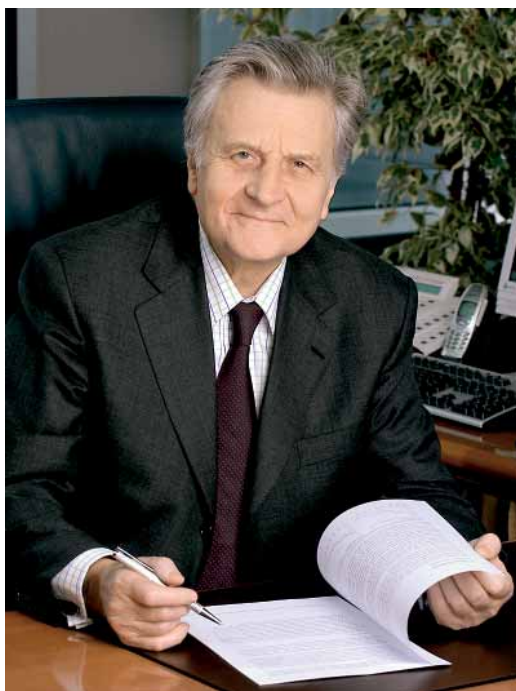
Autor: Reinhold A. Goelles

Názov: Bez názvu

Technika: akryl na plátne, Rozmery: 152 × 100 cm

160

PREDSLOV



Pri pohľade na udalosti minulého roka sa rozšírenie Európskej únie, ku ktorému došlo 1. mája 2004, vyníma ako významný historický úspech. Na toto rozšírenie sme sa v oblastiach našej pôsobnosti pripravovali v dostatočnom predstihu, predovšetkým tým, že hneď, ako to bolo možné, sme na zasadnutia Generálnej rady prizývali guvernérov centrálnych bánk desiatich nových členských štátov ako pozorovateľov; rozšírenie bolo úspešné aj vďaka intenzívnym prípravným prácam ECB a jej pracovníkov. Okrem toho sme expertom z týchto centrálnych bánk umožnili účasť na rokovaní výborov Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), tiež ako pozorovateľov. Dôkladná príprava a jej priateľský charakter umožnili bezproblémový vstup týchto krajín do EÚ a ich centrálnych bánk do ESCB. Prvé zasadnutie Generálnej rady po rozšírení EÚ bolo pre nás všetkých vzrušujúcou udalosťou. Významným míľnikom bola prvá telekonferencia Generálnej rady – presvedčili sme sa o výbornom fungovaní našej novej bezpečnej komunikačnej siete a dokázali svoju schopnosť účinne rokovať prostredníctvom telekonferencií v rámci celej Európy.

Desať nových členských štátov vstúpilo do EÚ bez klauzuly „opt-out“, t. j. s povinnosťou prijať euro. Definitívne sa teda zaviazali vstúpiť do eurozóny. Všetci sa zhodujeme v tom, že, plne v súlade s požiadavkami zmluvy, kľúčový význam v príprave na zavedenie eura má vysoká úroveň udržateľnej konvergencie meraná maastrichtskými kritériami.

V priebehu roku 2004 vstúpili do mechanizmu ERM II tri ďalšie meny, a to mena Estónska, Litvy a Slovinska, keď dovtedy tento mechanizmus pozostával zo základnej meny eura a z dánskej koruny. Tieto tri novovstupujúce krajiny sa zaviazali zúčastňovať sa na mechanizme ERM II tak, aby sa zabezpečilo plynulé fungovanie tohto systému a čo možno najlepší príspevok k dosiahnutiu udržateľnej konvergencie.

V členských štátoch EÚ prebieha proces ratifikácie nedávno podpísanej Zmluvy o Ústave pre Európu. Ústava je presvedčivou ukážkou európskej vôle pokračovať v historickom upevňovaní Európskej únie, spolu s jej rozširovaním. Eurosystém, ktorého prvoradým cieľom je zabezpečovanie cenovej stability, si plne uvedomuje svoju úlohu pri upevňovaní EÚ, potvrdenú ústavou. Ústava potvrdzuje aj všetky zásadné prvky strategického rámca EMU, opierajúceho sa o menový pilier, ako aj o hospodársky a fiškálny pilier. ECB uvíta ratifikáciu ústavy.

Rok 2004 priniesol pre eurozónu mierny hospodársky rast, keď sa reálny HDP medziročne zvýšil o 1,8 %, v porovnaní s 0,5 % v roku 2003. Vývoj v priebehu roka sa vyznačoval relatívne dynamickým prvým polrokom a následne pomalým rastom v treťom a štvrtom štvrtroku. Celkovo sa potvrdzuje, že dochádza k postupnému hospodárskemu oživovaniu, ktoré prebieha v prostredí domácich a medzinárodných neistôt.

Rada guvernérov ECB udržiavala hlavnú refinančnú úrokovú sadzbu počas celého roku 2004 na mimoriadne nízkej úrovni 2 %. Uskutočňovala menovú politiku, ktorej cieľom bolo zachovať cenovú stabilitu v zložitom medzinárodnom prostredí, ktoré sa vyznačovalo predovšetkým rastom cien komodít a ropy, obdobia vysoké volatility na devízových trhoch, pretrvávajúcim výrazným globálnym nerovnováham a výrazným príspevkom rýchleho hospodárskeho vývoja viacerých rozvíjajúcich sa ekonomík ku globálnemu rastu. Jedno z hlavných posolstiev Rady guvernérov, tlmočené počas celého roka, bolo zdôrazňovanie obozretnosti vo vzťahu k inflačným rizikám spojeným s možnými sekundárnymi efektmi zvyšovania miezd a cien v dôsledku skokov celkovej inflácie, ktoré nasledovali po cenových šokoch na trhoch komodít a ropy. Aj vďaka tomu, že hospodárske subjekty a sociálni partneri jasne pochopili toto naše posolstvo, sekundárne účinky zostali nevýrazné.

V prvej polovici roku 2004 sme na základe údajov z viacerých prieskumov a z indexovaných dlhopisov zaznamenali istú tendenciu zvyšovania strednodobých a dlhodobých odhadov inflačných očakávaní. Tento negatívny trend sa zastavil približne v polovici roku 2004 a v priebehu druhej polovice roka nabral opačný smer. K udržaniu celkovej stability inflačných očakávaní na úrovni nižšej, resp. blízkej 2 %, teda v súlade s našou definíciou cenovej stability, určite prispeli aj jednoznačné vyjadrenia Rady guvernérov v priebehu roka týkajúce sa obozretnosti.

Stabilizácia strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní v eurozóne, ktorá vyjadruje dôveryhodnosť Rady guvernérov ECB, má zásadný význam. Práve dôveryhodnosť umožňuje ECB zabezpečovať cenovú stabilitu v súlade s jej mandátom zakotveným v Zmluve o EÚ, a to aj v zložitých podmienkach, keďže je pre hospodárske subjekty jasným orientačným bodom v procese tvorby cien a miezd. Umožňuje eurozóne ťažiť z výhod finančného prostredia, ktoré je priaznivé pre hospodársky rast a tvorbu pracovných miest, prostredníctvom historicky

nízkych strednodobých a dlhodobých trhových úrokových mier, v ktorých sú obsiahnuté inflačné očakávania v súlade s našou definíciou cenovej stability.

Dobrá menová politika je nevyhnutnou podmienkou udržateľného rastu a tvorby pracovných miest. Sama osebe však nestačí. Musí byť sprevádzaná zdravou fiškálnou politikou a primeranými štrukturálnymi reformami.

Eurosystem preto vždy rozhodne argumentoval v prospech správnej realizácie Paktu stability a rastu a trvalo zdôrazňoval potrebu bezvýhradne sa podriadiť nápravným nástrojom tohto paktu, najmä nominálnej kotve vo forme limitu fiškálneho deficitu vo výške 3 % HDP, ako aj samotnému postupu pri nadmernom deficite.

To je zároveň dôvod, prečo Eurosystem tak intenzívne požadoval, aby sa v eurozóne začala realizácia rôznych štrukturálnych reforiem na trhu práce, vo vzdelávaní a výchove, výskume a vývoji, v oblasti trhov tovarov a služieb, ako aj pri riadení výdavkov na sociálne zabezpečenie. Tieto reformy majú mimoriadny význam pri zvyšovaní rastového potenciálu európskeho hospodárstva, podpore tvorby pracovných miest a výraznom znižovaní nezamestnanosti. Počas roku 2004 ECB podporovala iniciatívy Európskej komisie a Rady EÚ zamerané na oživenie a urýchlenie realizácie štrukturálnych reforiem obsiahnutých v Lisabonskej agende. Privítali sme tiež návrhy vyplývajúce zo správy skupiny na vysokej úrovni pod vedením Wima Koka, uverejnenej na konci roku 2004, aby sa Lisabonská agenda sústredila na obmedzený počet prioritných oblastí zameraných na podporu vysokého hospodárskeho rastu a zamestnanosti.

Pokiaľ ide o organizáciu a fungovanie ECB, rok 2004 bol pre túto inštitúciu náročný. ECB zaznamenala čistú stratu 1 636 mil. EUR v porovnaní s čistou stratou 477 mil. EUR v roku 2003. Táto čistá strata bola opäť spôsobená

vývojom v oblasti výmenných kurzov, ktorý mal vplyv na hodnotu aktív ECB v cudzích menách, vyjadrenú v eurách. Základom našich účtovných zásad je maximálna obozretnosť. Z tohto dôvodu sa uvedené nerealizované kurzové straty vykazujú ako realizované a na konci roka sa objavujú vo výkaze ziskov a strát: v roku 2004 zhodnotenie eura viedlo k čistým stratám z precenenia vyplývajúcich z kurzových zmien vo výške takmer 2,1 mld. EUR. Na rozdiel od toho sa nerealizovaný zisk z precenení podľa kurzových zmien a trhových cien neúčtuje ako zisk, ale prevádza sa priamo na účty precenenia.

Pravidelné príjmy ECB pochádzajú najmä z výnosov z investovaných devízových rezervných aktív, investovaného splateného základného imania vo výške 4,1 mld. EUR a z úrokových príjmov z jej podielu na eurových bankovkách v obehu vo výške 8 %. Úrokové príjmy boli v roku 2004 opäť nízke, najmä vďaka mimoriadne nízkej úrovni úrokových sadzieb, keď sa hlavné refinančné operácie počas celého roka 2004 udržiavali na úrovni 2 %. V porovnaní so 715 mil. EUR v roku 2003 bol v roku 2004 celkový čistý úrokový príjem ECB 690 mil. EUR. Mzdové a ostatné náklady na správu ECB, náklady na prenájom budov a na tovary a služby predstavovali 340 mil. EUR. V porovnaní s 1 217 zamestnancami v predchádzajúcom roku bol na konci roka 2004 počet zamestnancov v ECB 1 314.

V minulom roku sa dokončil projekt ECB v pohybe (ECB in Motion), ktorého cieľom bolo zvýšiť účinnosť a efektívnosť fungovania ECB, zdokonaľiť riadenie ľudských zdrojov a upevniť hodnoty centrálného bankovníctva medzi pracovníkmi. Realizácia väčšiny opatrení zahrnutých v programe a schválených Výkonnou radou je už ukončená a na zavedení ďalších sa ešte pracuje. Program ECB v pohybe je pozoruhodným tým, že pomohol zlepšiť našu pracovnú kultúru a dať pracovním činnostiam v banke tímový charakter. Výkonná rada je plne odhodlaná realizovať tento program a zachovávať ducha tohto programu.

Rok 2004 bol charakteristický dvoma ďalšími dôležitými skutočnosťami. Prvou bolo prijatie základných hodnôt ECB, ktorými sú kompetentnosť, účinnosť a efektívnosť, čestnosť, tímový charakter práce, transparentnosť a zodpovednosť a práca v prospech Európy. Druhou významnou skutočnosťou bolo rozhodnutie realizovať proces plánovania a zostavovania rozpočtu na nulovom základe. ECB sa od svojho založenia 1. júna 1998 rýchlo rozširovala, aby mohla úspešne plniť historické úlohy, ktoré pred ňou stáli; potom, ako ich dokázala zvládnuť, začala pociťovať, že nastal čas, aby dôkladne preskúmala efektívnosť svojho fungovania. Výkonná rada teda začala v roku 2004 proces plánovania a rozpočtovania na nulovom základe s cieľom preskúmať všetky úlohy inštitúcie a ich pokrytie pracovníkmi. Projekt v súčasnosti prebieha a ukončí sa do polovice roku 2005.

Výkonná rada, Rada guvernérov a Generálna rada ECB sa inšpirujú výnimočným duchom tímovej práce. V eurozóne tvorí ECB a 12 národných centrálnych bánk jeden tím, Eurosystem. V roku 2004 bolo prijaté Vyhlásenie o poslaní Eurosystemu (uvedené v boxe 15 tejto výročnej správy), ktoré je spoločným vyhlásením 13 inštitúcií celej eurozóny a ich pracovníkov. Toto vyhlásenie je pozoruhodnou ukážkou nášho spoločného odhodlania ďalej posilňovať tím Eurosystemu v službe Európe a jej jednotnej meny. ECB je hrdá, že stojí na čele tohto jedinečného tímu.

Frankfurt nad Mohanom, marec 2005



Jean-Claude Trichet

Autor
Stephan Jung
Názov
P.WP1, 2002
Technika
olej na plátne
Rozmery
230 × 265 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 1

HOSPODÁRSKY VÝVOJ A MENOVÁ POLITIKA

1. ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY

Oživenie hospodárskej aktivity eurozóny, ktoré sa začalo v druhej polovici roku 2003, pokračovalo aj v roku 2004. V prvej polovici roka sa hospodárstvo eurozóny posilnilo, pričom ťažilo zo silného svetového hospodárskeho rastu. V druhom polroku 2004 sa čiastočne v dôsledku rastúcich cien ropy hospodárska aktivita eurozóny mierne oslabil. Oproti 0,5 % v roku 2003 a 0,9 % v roku 2002 vzrástol reálny HDP očistený o vplyv počtu pracovných dní v roku 2004 o 1,8 %.

V prostredí postupného hospodárskeho oživovania zostali predovšetkým vďaka umiernenému rastu mzdových nákladov domáce inflačné tlaky podmieňujúce tento vývoj pod kontrolou. K miernemu zníženiu inflačných tlakov do istej miery prispelo aj nepatrné zhodnotenie nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura. Celkovú mieru inflácie však v roku 2004 vo významnej miere ovplyvnilo zvýšenie regulovaných cien a nepriamych daní a v druhej polovici roka taktiež rast cien ropy. Z tohto dôvodu dosiahla ročná inflácia HICP

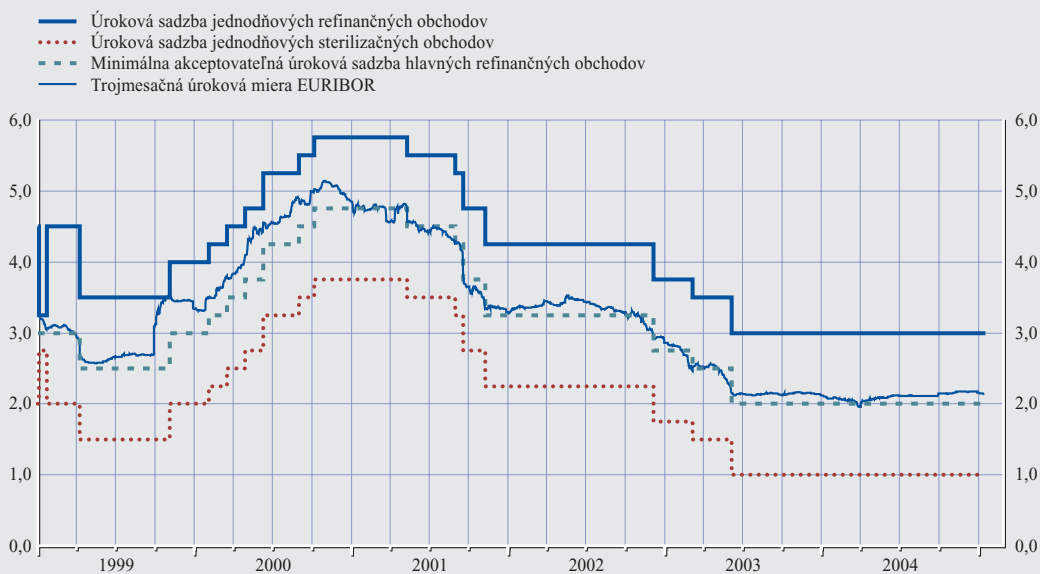
rovnakú úroveň 2,1 % ako v predchádzajúcom roku.

V prostredí utlmených domácich tlakov na ceny a pozitívneho výhľadu cenovej stability v strednodobom horizonte ponechala Rada guvernérov počas celého roka 2004 hlavné úrokové miery ECB nezmenené na ich historických minimách. Minimálna akceptovateľná úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie ECB bola 2 %, úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody 1 % a úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody 3 % (graf 1).

Podrobnejší pohľad na rozhodnutia menovej politiky ukazuje, že údaje za prvé mesiace roka 2004 svedčili o pokračujúcom hospodárskom oživovaní, ktoré sa začalo v druhej polovici roka 2003. Čo sa týka zahraničnej oblasti, export podporovaný silnou dynamikou svetovej ekonomiky bol na vzostupe. Okrem toho veľmi priaznivá situácia v eurozóne v oblasti financovania a lepši výhľad tvorby ziskov podnikovej sféry odzrkadľujúci zmeny

Graf 1 Úrokové sadzby ECB a úrokové miery peňažného trhu

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie je sadzba uplatňovaná v tendroch s pevnou úrokovou sadzbou pri operáciách vysporiadaných pred 28. júnom 2000. Po tomto termíne sadzba zodpovedá minimálnej akceptovateľnej sadzbe uplatňovanej v tendroch s pohyblivou úrokovou sadzbou.

v súvahách spoločností vytváral pozitívny obraz pre investorov. Čo sa týka súkromnej spotreby, na základe predpokladaného zvýšenia reálnych disponibilných príjmov a postupného zlepšenia podmienok na trhu práce sa očakávalo jej postupné oživenie. Vďaka uvoľneniu inflačných tlakov vyplývajúceho zo zhodnotenia eura v posledných niekoľkých mesiacoch roka 2003 a bázickým efektom prameniácim z prudkého rastu cien energií začiatkom roka 2003 poklesla inflácia HICP začiatkom roka 2004 pod úroveň 2 %.

Ročný rast agregátu M3 pokračoval v prvom štvrtroku 2004 v klesajúcom trende, ktorý sa začal v lete 2003. Tento vývoj odzrkadľoval predovšetkým vracanie predtým uskutočnených presunov v portfóliách, keď investori po tom, ako od roku 2001 do polovice roka 2003 prejavovali výnimočne silný záujem o likviditu vyplývajúci zo zvýšenej ekonomickej a finančnej neistoty, postupne menili štruktúru svojich finančných aktív smerom k dlhodobejším a riskantnejším investíciám nepatriacim do agregátu M3. I napriek normalizácii v oblasti rastu agregátu M3 zostalo v eurozóne oveľa viac likvidity, než je potrebné na financovanie neinflačného hospodárskeho rastu. Aj keď si daná situácia vyžadovala zvýšenú pozornosť, a to najmä v oblasti rizík cenovej stability, Rada guvernérov hodnotila výhľad cenovej stability v prvom štvrtroku 2004 ako priaznivý.

Hospodársky vývoj v druhom štvrtroku 2004 naznačoval existenciu dvoch protichodných faktorov. Na jednej strane dostupné informácie naznačujú, že naďalej prebiehal masívny rast svetovej ekonomiky a že vývoj vývozu eurozóny bol taktiež veľmi priaznivý. Na strane druhej sa však po marci 2004 významne zdvihli ceny ropy, čím sa postupne zvýšili riziká pre prebiehajúce oživovanie. V priebehu druhého štvrtroku prevážil prvý scenár a hospodárske ukazovatele čoraz väčšmi potvrdzovali skutočnosť, že oživovanie naberá na sile. Do konca druhého štvrtroku publikované informácie skutočne poukazovali na skutočnosť, že hospodárske oživenie v eurozóne v prvej polovici roka 2004 prevýšilo očakávania, čo živilo optimizmus

ohľadom výhľadu hospodárskeho rastu. Reálny HDP v priemere za prvý polrok medzikvartálne vzrástol o 0,6 %, čo je najvyššie tempo rastu zaznamenané v eurozóne od prvého polroku 2000. Po dlhšom období stagnácie sila oživenia odzrkadľovala najmä vyšší vývoz a prvotné posilnenie súkromnej spotreby. Na pozadí týchto skutočností prognózy Euro systému z júna 2004 predvídali priemerný rast reálneho HDP v eurozóne v roku 2004 od 1,4 % do 2,0 % a v roku 2005 od 1,7 % do 2,7 %. Aj prognózy medzinárodných a súkromných organizácií zhodne očakávali posilnenie hospodárskeho rastu v druhej polovici roka 2004.

Prudký rast cien ropy uplatňoval značný krátkodobý tlak na spotrebiteľské ceny a mal značný dopad na infláciu. Ročná miera inflácie HICP sa v druhom štvrtroku 2004 opäť zvýšila, čo bolo čiastočne spôsobené aj vyššími regulovanými cenami a nepriamymi daňami. Pri hodnotení cenového vývoja v strednodobom horizonte však Rada guvernérov zastávala názor, že inflačné tlaky pravdepodobne zostanú mierne, a to najmä vďaka utlmeným podmienkam na trhu práce a očakávaniam, že rast miezd vo svetle len pomaly sa zlepšujúcej situácie na trhu práce a pokojného tempa hospodárskeho oživovania zotrvá na miernej úrovni. Tieto názory boli v zhode s prognózami Euro systému z júna 2004, ktoré predvídali pre priemernú ročnú mieru inflácie v roku 2004 úroveň 1,9 % až 2,3 % a pre rok 2005 1,1 % až 2,3 %, a boli konzistentné s prognózami medzinárodných a súkromných organizácií. Napriek tomu sa však zistili isté riziká, ktoré ohrozovali prognózovaný vývoj, vyplývajúce z cien ropy, neistoty ohľadom zmien nepriamych daní a regulovaných cien a možného sekundárneho dopadu na správanie sa v oblasti určovania miezd a tvorby cien. Okrem toho sa na finančných trhoch v tomto období mierne zvýšili inflačné očakávania v strednodobej až dlhodobej perspektíve.

Ročná miera rastu agregátu M3 aj v druhom štvrtroku 2004 v zásade klesala. Tento vývoj odzrkadľoval postupujúcu normalizáciu správania sa držiteľov peňazí v oblasti skladby portfóliá, ktorá však napredovala dosť pomaly,

pričom rast agregátu v dôsledku stimulujúcich vplyvov nízkych úrokových mier na dopyt po likvidných aktívach zotrval na relatívne vysokej úrovni. Rada guvernérov sa preto naďalej znepokojovala pre trvalo vysoký nadbytok likvidity v eurozóne, ktorý by v čase hospodárskeho vzostupu mohol v strednodobom horizonte viesť k inflačným tlakom.

I keď sa hlavný scenár prebiehajúceho zotavovania ekonomiky v druhom štvrťroku podstatne nemenil, začínalo byť čoraz väčšmi zrejmé, že oživenie v eurozóne bude napredovať pomalším tempom, ako sa pôvodne očakávalo. Tento vývoj pramenil najmä z dočasného spomalenia rastu svetovej ekonomiky, ďalšieho podstatného zvýšenia cien ropy v treťom štvrťroku a výrazného zhodnotenia eura vo štvrtom štvrťroku. Údaje v priebehu druhej polovice roka 2004 skutočne potvrdili, že rast cien ceny ropy pokračoval a vyžadoval si svoju daň v podobe utlmenia rastu dopytu v eurozóne aj mimo nej. Rast reálneho HDP v eurozóne sa v treťom a štvrtom štvrťroku medzikvartálne nachádzal len na hladine 0,2 %. Prognóza Eurosystemu z decembra 2004 uvádzala rast reálneho HDP na rok 2005 na úrovni 1,4 % až 2,4 % a na rok 2006 1,7 % až 2,7 %. Okrem toho Rada guvernérov zdôraznila, že dosiahnutie týchto výsledkov môže byť ohrozené rizikami spojenými s potenciálnym nepriaznivým vývojom na trhu s ropou.

V oblasti cenového vývoja zotrvala v druhej polovici roka 2004 ročná miera inflácie HICP mierne nad hladinou 2 %, čo spôsobili najmä rastúce ceny ropy. Avšak náznaky vytvárania sa domácich inflačných tlakov sa nezaznamenali. Rast miezd ostal na umiernennej úrovni od posledného štvrťroku 2003 a predpokladalo sa, že tento trend bude pokračovať aj naďalej, v kontexte pretrvávajúceho pomalého rastu a oslabeného trhu práce. Na základe týchto skutočností prognózy Eurosystemu publikované v decembri 2004 predpokladali ročné zvýšenie inflácie HICP na rok 2005 na úrovni 1,5 % až 2,5 % a na rok 2006 1,0 % až 2,2 %. Vážky rizík týchto projekcií však zostali naklonené nahor. Riziká sa týkali najmä vývoja cien ropy, neistoty

ohľadom budúceho zvýšenia nepriamych daní a regulovaných cien a možných sekundárnych dopadov na správanie sa v oblasti určovania miezd a tvorby cien.

Na existenciu týchto rizík čoraz väčšmi poukazovala aj menová analýza ECB. V druhej polovici roka 2004 začali tlaky na rast agregátu M3 – najmä na jeho likvidnejšie zložky – vyplývajúce z pretrvávajúce nízkych úrokových mier, prevažovať nad tlakmi na jeho postupné klesanie, ktoré pramenili z normalizácie správania sa investorov v oblasti skladby portfólia. Nízke úrokové miery ďalej živili dopyt súkromného sektora po úveroch. Taktiež sa ešte viac zvýšila už vysoká úroveň dopytu po úveroch na bývanie, ktorá prispela k silnej dynamike cien bytových nehnuteľností vo viacerých krajinách eurozóny. Rada guvernérov považovala v tomto ohľade pretrvávajúci vysoký nadbytok likvidity a prudký rast úverov nielen za riziko s možným dopadom na cenovú stabilitu, ale aj za možný zdroj neudržateľného rastu cien aktív, a to najmä nehnuteľností. Na začiatku roka 2005 sa tento obraz zásadne nezmenil. Vysoký monetárny rast, ktorý sa zaznamenával od polovice roka 2004, pokračoval, a v eurozóne zostalo podstatne viac likvidity, než je potrebné na financovanie neinflačného rastu.

V druhom polroku 2004 a na začiatku roka 2005 Rada guvernérov vyjadrila zvýšené obavy ohľadom nepriaznivého vývoja inflácie v krátkodobom horizonte. Súčasne poznamenala, že nie sú badateľné náznaky narastania domácich inflačných tlakov. V tomto kontexte zachovala ECB svoje kľúčové úrokové miery nezmenené počas celého tohto obdobia. Napriek tomu Rada guvernérov zdôraznila potrebu obozretnosti, najmä čo sa týka radu rizík s možným dopadom na cenovú stabilitu v strednodobom horizonte.

2. MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ

2.1. GLOBÁLNE MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE

NAJSILNEJŠÍ RAST SVETOVEJ EKONOMIKY ZA POSLEDNÉ DVE DESAŤROČIA

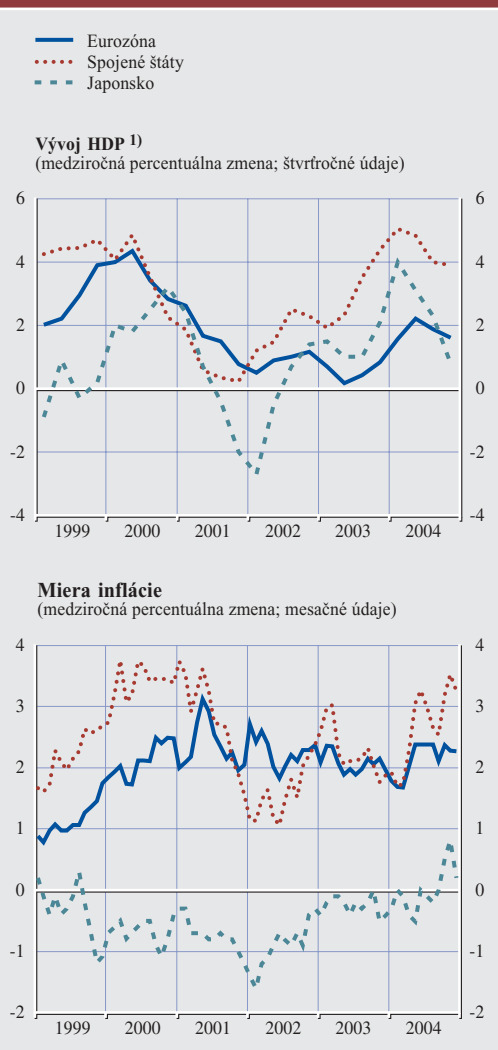
V roku 2004 expandovala svetová ekonomika najrýchlejším tempom od roku 1976, pričom tento rast prebiehal v mnohých odvetviach v celom rade regiónov (graf 2). Prudký vývoj zaznamenal ázijský región s čínskou ekonomikou, ktorá vykazovala známky prehriatia. Silnému svetovému hospodárskemu rastu napomáhali aj priaznivé finančné podmienky a stimuly vychádzajúce z makroekonomickej politiky mnohých krajín. Súčasne v roku 2004 dochádzalo k masívnej expanzii svetového obchodu, ktorý v roku 2004 dosiahol najvyšší objem od roku 2000.

Celosvetová hospodárska expanzia dosahovala vysokú úroveň predovšetkým v prvých mesiacoch roka, zatiaľ čo neskôr sa vo väčšine krajín spomalila. Toto spomalenie čiastočne odrážalo normalizáciu silnej dynamiky zaznamenatej v predchádzajúcich štvrtrokoch, a z postupného zmenšovania pôsobenia stimulov rozhodnutí hospodárskej politiky. Výrazné zvýšenie cien ropy, ktoré malo svoj vrchol v októbri 2004, tiež pôsobilo utlmujúco. Rast cien ropy prispel v mnohých krajinách k miernemu zdvihnutiu miery inflácie, v dôsledku vývoja cien viazaných na energiu. Trendy inflácie zostali relatívne stabilné, čo poukazuje na skutočnosť, že sekundárne dopady boli pod kontrolou (graf 2).

Pokračujúci silný rast v Spojených štátoch (v porovnaní s niektorými ich obchodnými partnermi) napomáhal ďalšiemu prehĺbeniu schodku bežného účtu USA. Toto spolu s neistotou sprevádzajúcou výhľad fiškálnej politiky Spojených štátov znovu vyvolalo obavy trhu ohľadom udržateľnosti globálnej rovnováhy. Aj v ich dôsledku zaznamenal americký dolár v poslednom mesiaci roka relatívne hlbší pokles hodnoty.

Hospodársky rast v Spojených štátoch pokračoval v roku 2004 celkovo rýchlym tempom (podľa predbežných odhadov). Reálny HDP sa počas roka ako celku zvýšil o 4,4 % a tento rozmach

Graf 2 Hlavné ukazovatele vývoja vo významných priemyselných krajinách



Zdroj: Národné údaje, BIS, Eurostat a výpočty ECB.

1) Za eurozónu sú použité údaje Eurostatu; za Spojené štáty a Japonsko národné údaje. Údaje HDP za všetky krajiny sú sezónne očistené.

sa ešte rozšíril v súvislosti s dlho očakávaným zlepšením situácie na trhu práce. Rast reálneho HDP bol podporovaný pokračujúcim posilňovaním spotreby domácností a investícií podnikov (predovšetkým v oblasti zariadení a softvéru), pričom príspevok čistej obchodnej bilancie k rastu bol záporný.

Po väčšinu roka vykazoval solídnu úroveň aj rast súkromnej spotreby, čím odzrkadľoval

prebiehajúci vplyv makroekonomických rozhodnutí, prudký rast cien obytných nehnuteľností a výrazné zlepšenie v oblasti mzdovej politiky. I keď došlo po niekoľkých rokoch oslabenia k rastu zamestnanosti, tlaky na rast miezd zostali vo všeobecnosti pod kontrolou, a to najmä v dôsledku pretrvávajúcej prevahy ponuky nad dopytom na trhu práce. Utlmený rast mzdových nákladov spolu so zvýšenými cenami ropy prispievali k obmedzeniu rastu reálneho disponibilného príjmu v druhom polroku 2004, čo by v prípade neexistencie jednorazového zvýšenia príjmov v podobe nezvyčajne vysokej decembrovej výplaty dividend viedlo k ďalšiemu zníženiu miery osobných úspor. Súčasne sa zdvihol dlh domácností, ktorý ako podiel disponibilného príjmu v roku 2004 dosiahol svoje historické maximum.

Roku 2004 investície podnikov v prostredí priaznivých podmienok financovania, dočasných fiškálnych stimulov a nízkej úrovne zásob sprevádzanej silným dopytom prudko rástli, pričom prím hralo zvýšenie investícií do zariadení a softvéru. Ziskovosť podnikov zotrúvala na vysokej úrovni i napriek skutočnosti, že vysoké ceny ropy prispeli k zvýšeniu nákladov na nerastné suroviny. Čiastočne z dôvodu zlepšenia situácie na trhu práce sa v roku 2004 znížila produktivita, hoci za rok ako celok aj naďalej zostala na relatívne vysokej úrovni.

Zahraničná situácia Spojených štátov sa v priebehu roka 2004 naďalej zhoršovala, pričom obchodný deficit a deficit bežného účtu, merané podielom na HDP, sa zvýšili na historicky najvyššiu úroveň. V reálnom vyjadrení rast dovozu prekročil rast vývozu aj napriek kumulatívne znižovaniu hodnoty dolára od začiatku roka 2002, pretože relatívne silný domáci dopyt v Spojených štátoch bol výrazne vyšší ako dopyt ich hlavných obchodných partnerov. Súčasne nerovnováha úspory/investície odzrkadľovala pokračujúci trend k znižovaniu úspor verejného sektora, ako aj historicky nízku mieru osobných úspor.

Inflácia vyjadrená spotrebiteľskými cenami v roku 2004 začala opäť stúpať predovšetkým

v dôsledku vyšších cien energií, pričom jej ročný rast dosiahol na konci roka 3,3 %. Inflácia očistená o potraviny a energie takisto zvrátila svoj klesajúci trend z predchádzajúcich rokov a zvýšila sa na 2,2 %. Tlaky na rast cien však zostali relatívne umiernené, čo bolo spôsobené najmä postupným absorbovaním voľnej pracovnej sily na trhu práce, naďalej silným rastom produktivity a len obmedzeným vplyvom znižovania hodnoty amerického dolára na spotrebiteľské ceny. Z tohto dôvodu zostávali očakávania inflácie založené na prieskumoch a trhových ukazovateľoch umiernené, hoci v oblasti trhových ukazovateľov zaznamenali mierny rast.

V roku 2004 po období historicky nízkych úrokových mier zvýšil Federálny výbor pre voľný trh (Federal Open Market Committee) Federálneho rezervného systému cieľovú sadzbu pre federálne fondy o 125 bázických bodov. Toto zvýšenie sa uskutočnilo v piatich po sebe idúcich zvýšeniach o 25 bázických bodov od júna 2004, čím sa zvýšila cieľová sadzba pre federálne fondy na konci roka na 2,25 % (a na 2,5 % začiatkom februára 2005). Výbor oznámil, že menovopolitické financovanie by sa malo postupne znižovať s najväčšou pravdepodobnosťou merateľným tempom, a zdôraznil, že bude reagovať na zmeny výhľadu hospodárskeho vývoja takým spôsobom a v takom čase, ako to bude potrebné v záujme udržania cenovej stability. Vo fiškálnej oblasti sa v roku 2004 aj napriek zlepšeniu hospodárskej aktivity zvýšil schodok federálneho rozpočtu na 3,6 %.

Rast japonského hospodárstva v priebehu roka strácal na sile. Po silnom raste v prvom štvrtroku 2004 sa v zostávajúcej časti roka hospodárska aktivita výrazne spomalila. Toto spomalenie hospodárskeho vývoja odzrkadľovalo predovšetkým nižšie verejné výdavky, ako aj zmiernenie dynamiky exportu. Avšak aj napriek tomu sa v dôsledku bázických efektov a silného prvého štvrtroku ročný rast reálneho HDP zvýšil na najvyššiu úroveň od roku 1996 (2,6 %). Isté postupné zlepšenia sa zaznamenali na trhu práce. Reštrukturalizácia podnikových

súvah spolu s úsilím znižovať náklady prispela k silnému oživeniu rastu ziskovosti v podnikovom sektore, zatiaľ čo bankový sektor znižoval objem nesplatených zlých úverov.

Obavy z deflácie sa v priebehu roka znížili, hoci sa celkom nerozptýlili. V dôsledku rastu cien surovín sa zvýšili ceny podnikových produktov, no finálne spotrebiteľské ceny pokračovali v pomalom poklese. Ročná miera zmeny spotrebiteľských cien za rok ako celok dosiahla 0 % v porovnaní s -0,3 % v roku 2003. Názznaky ubúdania deflačných tlakov viedli v októbri niektorých členov Rady pre stratégie japonskej centrálnej banky k prognózam mierneho rastu inflácie meranej spotrebiteľskými cenami s výnimkou čerstvých potravín na rok 2005. Koncom roka 2004 sa však v dôsledku poklesu liberalizovaných cien sieťových služieb deflačné tlaky znovu vynorili. Japonská centrálna banka v januári 2004 zvýšila svoj cieľový rozsah nesplateného zostatku na bežnom účte na 30 až 35 triliónov jenov. Nastavenie menovej politiky zostalo po zvyšok roka nezmenené.

Ázijské ekonomiky mimo Japonska si udržali svoju silu z predchádzajúcich rokov a v roku 2004 opäť zaznamenali masívny rast podporovaný najmä silným zahraničným dopytom, oživením domáceho dopytu a boomom investícií v Číne. Posilnila sa integrácia v Ázii na regionálnej úrovni, o čom svedčí prudký rast medziregionálneho obchodu a investícií. Koncom roka 2004 sa však v dôsledku ochabujúceho zahraničného dopytu a vysokých cien ropy sila hospodárskeho rastu znížila. Čo sa týka jednotlivých štátov, čínske hospodárstvo aj naďalej prežívalo silný rast vykazujúci v prvom polroku isté známky prehriatia. Opatrenia hospodárskej politiky spomalili v druhej polovici roka tempo investícií, ale neoslabili celkovú hospodársku aktivitu. Počas roka ako celku vzrástol HDP Číny o 9,5 %.

Aj hospodárska situácia v Južnej Amerike vykázala výrazné zlepšenie podporované jednak exportom a jednak domácim dopytom. Rast v Brazílii a Mexiku naberal v priebehu roka na sile, podporovaný masívnym exportom a

posilnením investičnej aktivity. V Argentíne si hospodárske oživenie uchovalo svoju vysokú úroveň, avšak v priebehu roka sa do istej miery zmiernilo.

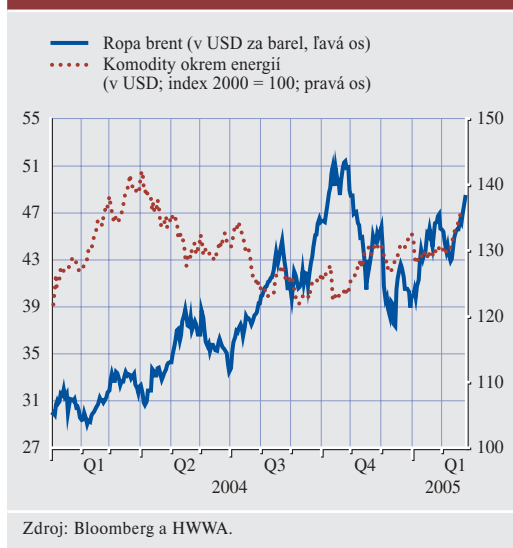
PRUDKÝ RAST CIEN KOMODÍT V ROKU 2004

Ceny ropy rástli v prostredí výrazne vysokej volatility po väčšinu roka. Ropa brent dosiahla koncom októbra svoj vrchol vo výške 51 USD, pričom rok začínala na úrovni 30 USD (graf 3). Priemerná cena ropy brent za celý rok 2004 bola 38 USD, čo je o 33 % viac ako priemer za rok 2003. Vyjadrená v eurách stúpila táto cena v tom istom období o 20 %. Hlavnými hybnými silami podporujúcimi rast cien ropy v roku 2004 bol silný globálny dopyt po tejto komodite, bezpečnostné obavy o ropné zásoby a nesúlad medzi ponukou a dopytom v jednotlivých druhoch ropy.

Dopyt po rope prudko vyletel najmä v Ázii a Severnej Amerike a v kontexte masívneho globálneho ekonomického rastu prekračoval očakávania počas celého roka 2004. Podľa Medzinárodnej agentúry pre energiu sa v roku 2004 svetový dopyt po rope zvýšil o 3,4 %, čo predstavuje najvyššiu mieru rastu za posledné tri desaťročia.

Čo sa týka ponuky, v dôsledku vyjadrení Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) očakávali účastníci trhu začiatkom roka 2004, že v bezprostrednom čase dôjde k zníženiu produkcie členských krajín OPEC, avšak tieto očakávania sa neskôr nenaplnili. Práve naopak, členské krajiny OPEC, ako aj ostatní producenti svoju ťažbu v roku 2004 výrazne zvýšili. Globálnym rastom ponuky ropy sa vo veľkej miere znížila rezerva v ťažbe ropy a rezerva rafinérskych kapacít, takže kapacitná rezerva pre prípad neočakávaných výpadkov zostala veľmi malá. V dôsledku tohto vývoja boli ceny ropy v roku 2004 veľmi citlivé na nečakané zmeny rovnováhy ponuka/dopyt, na vnímanie trhu ohľadom bezpečnosti zásob a na obavy týkajúce sa primeranosti zásob. Okrem toho prudko rastúci dopyt po finálnych ropných výrobkoch a rastúce dodávky surovej ropy viedli ku kvalitatívnemu nesúladu vedúcemu

Graf 3 Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch



k vysokým cenovým prirážkam za veľmi kvalitné druhy ropy, akou je napríklad ropa brent.

Ceny neenergetických komodít, ktoré prechádzali živým vývojom od druhej polovice roka 2003, sa v prvom polroku 2004 vďaka silnému globálnemu oživeniu vyšplhali na svoj vrchol (graf 3). V druhej polovici roka ceny týchto komodít do istej miery poľavili. Pokles zo svojich maxím v prvej polovici roka 2004 zaznamenali najmä ceny potravín a poľnohospodárskych surovín, zatiaľ čo ceny kovov pokračovali v rastúcom trende. Celkové ceny neenergetických komodít v amerických dolároch dosiahli v priemere v roku 2004 hodnoty o 22 % vyššie ako rok predtým.

2.2. MENOVÁ A FINANČNÝ VÝVOJ

RAST AGREGÁTU M3 OVPLYVNENÝ DVOMA PROTICHODNÝMI FAKTORMI

Ako vidno z menovej politiky a vývoja na kapitálovom trhu, menovú dynamiku v roku 2004 ovplyvňovali dva protichodné faktory: na jednej strane to bola úroveň úrokových mier a na druhej strane normalizácia skladby portfólia rezidentov eurozóny a ich správania, ktorá nasledovala po období silného dopytu po

likvidite medzi rokom 2001 a polovicou roka 2003. V prvej polovici roka 2004 dominoval v oblasti ročného rastu najširšieho agregátu zmierňujúci vplyv normalizácie skladby portfólia, pričom vývoj agregátu M3 pokračoval v spomaľovaní nastúpenom v lete 2003. Do júna 2004 poklesol ročný rast agregátu M3 na 5,3 %. V druhej polovici roka 2004 sa však opätovne posilnil a následne koncom roka vystúpil na 6,4 %, čo spôsobil najmä stimulujúci dopad nízkej hladiny úrokových mier. Prím v oblasti rastu agregátu M3 začali zohrávať nízke oportunitné náklady držby peňazí. Túto situáciu ďalej posilnil obnovený pokles dlhodobých úrokových mier. Menová dynamika v roku 2004 súčasne odzrkadľovala silnejší rast celkovej produkcie ako v predchádzajúcom roku.

Normalizácia správania sa rezidentov eurozóny v oblasti skladby portfólia pozorovaná v roku 2004 napredovala len pomaly. Po dlhšom období povážlivých burzových strát od roku 2000 do polovice roka 2003 pretrvávala i v domácnostiach eurozóny averzia podstupovať riziko, a to aj napriek tomu, že sa mimoriadna hospodárska a finančná neistota na trhu zmenšila. To pravdepodobne vysvetľuje mieru preferovania likvidity investormi, ktorá prevyšovala úroveň bežnú pre danú fázu konjunkturálneho cyklu. Navyše, stimulačný efekt nízkej úrovne úrokových mier na držbu peňazí môže byť osobitne silný v prípade, keď sú úrokové miery veľmi nízke. Tento jav mohol súvisieť s existenciou transakčných nákladov spojených s presunmi likvidných aktív, ktoré mohli ešte viac znížiť oportunitné náklady držby takýchto aktív.

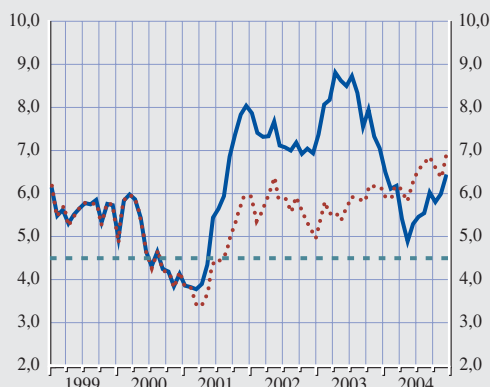
Rastúci vplyv nízkych úrokových mier na dynamiku agregátu M3 možno ukázať aj na agregáte M3 upravenom o odhadovaný dopad portfóliových presunov do tohto agregátu počas obdobia výnimočne vysokej neistoty, ktorá na trhu panovala od roku 2001 do polovice roka 2003. V dôsledku svojej konštrukcie tento upravený agregát nie je ovplyvnený následnou

¹ Podrobnejšie údaje možno nájsť v časti 4 článku *Monetary analysis in real time*, Mesačný bulletin ECB, október 2004.

Graf 4 Agregát M3 a M3 upravený o odhadnutý vplyv portfóliových presunov

(medziročná percentuál na zmena; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)

- Oficiálny agregát M3
- ... M3 upravený o odhadnutý vplyv portfóliových presunov¹⁾
- - - Referenčná hodnota (4,5 %)



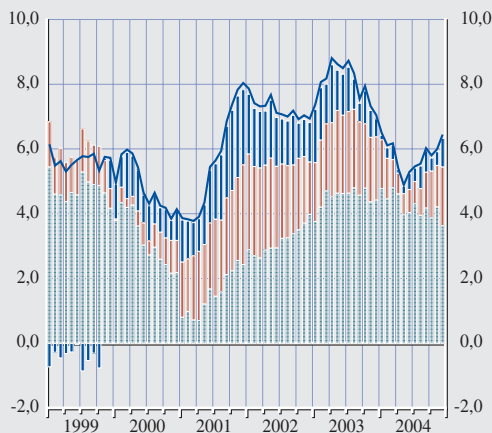
Zdroj: ECB.

1) Odhady rozsahu portfóliových presunov v M3 sú konštruované použitím postupu uvedeného v časti 4 článku Monetary analysis in real time, Mesačný bulletin ECB, október 2004.

Graf 5 Príspevky k ročnému rastu M3

(v percentuálnych bodoch; rast M3 v %; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)

- Obchodovateľné nástroje
- ... Ostatné krátkodobé vklady
- M1
- M3



Zdroj: ECB.

normalizáciou skladby portfólia, a teda by mal poskytovať jasnejšiu predstavu o dopadoch úrokových mier než oficiálne vykazované časové rady M3. Treba zdôrazniť, že odhad agregátu M3 upraveného o dopad portfóliových presunov sprevádza značná miera neistoty, a preto je potrebné brať ho s istou dávkou rezervy. V priebehu posledných troch štvrtí rokov 2004 bola oficiálne vykazovaná miera rastu tohto najširšieho agregátu M3 nižšia než miera rastu upraveného agregátu M3, čo naznačuje, že normalizácia správania sa rezidentov eurozóny v oblasti skladby portfólia mala zmierňujúci vplyv. Na druhej strane však skutočnosť, že oficiálne vykazovaná miera rastu agregátu M3, ako aj upravená miera rastu tohto ukazovateľa sa v druhej polovici roka 2004 posilnili, môže poukazovať na to, že hlavnou hybnou silou dynamiky agregátu M3 bol skôr stimulujúci dopad súvisiaci s nízkou hladinou úrokových mier než normalizácia správania sa v oblasti skladby portfólia (graf 4).

Rovnako ako v roku 2003 aj v roku 2004 k rastu agregátu M3 najviac prispievali jeho

najlikvidnejšie zložky, t. j. tie, ktoré sa nachádzajú v úzkom menovom agregáte M1 (graf 5). Tento príspevok vyplýval z výrazného nárastu obeživa a vkladov splatných na požiadanie. Nárast obeživa odzrkadľoval pretrvávajúci dopyt po hotovosti v rámci eurozóny aj mimo nej (tiež kapitola 2, časť 3 o bankovkách a minciach).

Tempo rastu vkladov splatných na požiadanie zotrvalo v roku 2004 na relatívne vysokej úrovni, čomu napomáhali aj veľmi nízke oportunitné náklady držby týchto vkladov. Priemerné úrokové miery vkladov splatných na požiadanie zostali v porovnaní s koncom roka 2003 vo všeobecnosti nezmenené, pričom koncom roka 2004 dosahovala ich úroveň v prípade domácností okolo 0,73 % a nefinančných spoločností okolo 0,90 % (graf 6). Tento stav odzrkadľoval vývoj úrokových mier na peňažnom trhu v roku 2004.

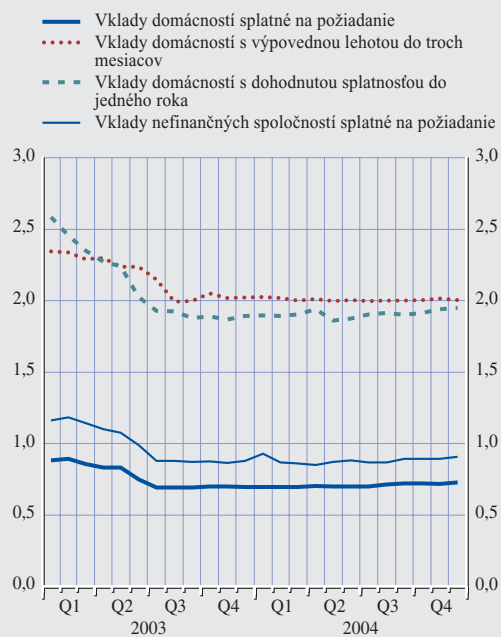
Podiel iných krátkodobých vkladov než vkladov splatných na požiadanie na ročnom raste agregátu M3 sa v roku 2004 nachádzal na úrovni okolo 1,1 percentuálneho bodu, čo je výrazne menej ako v roku 2003. Takýto nižší vplyv odráža

najmä vývoj v oblasti krátkodobých vkladov (t. j. vkladov s dohodnutou lehotou splatnosti do dvoch rokov vrátane), ktorých ročná miera rastu bola negatívna, pričom krátkodobé sporivé vklady (t. j. vklady s výpovednou lehotou do troch mesiacov vrátane) silne rástli. Rozdielny vývoj týchto dvoch položiek môže vyplývať zo skutočnosti, že pri krátkodobých úrokových sadzbách PFI v roku 2004 neposkytovali vklady s dohodnutou lehotou splatnosti do jedného roka v typickom prípade vyššie výnosy než sporivé vklady (graf 6). Za takejto situácie sú krátkodobé sporivé vklady relatívne atraktívne, pretože súčasne poskytujú vyššiu mieru likvidity.

Podiel obchodovateľných nástrojov na ročnej miere rastu agregátu M3 sa v roku 2004 znížil z 1,2 percentuálneho bodu v predchádzajúcom roku na 0,4. Tento vývoj odzrkadľoval najmä pokles ročnej miery rastu podielov/akcií podielových fondov peňažného trhu. Vzhľadom na ich bezpečnosť majú často v obdobiach hospodárskej a finančnej neistoty tieto aktíva v obľube domácnosti a podniky. Spomalenie ich rastu teda odráža normalizáciu správania rezidentov eurozóny vo vzťahu k skladbe ich portfólia v roku 2004 (tiež box 1 Trendy v oblasti finančných investícií v nefinančnom sektore eurozóny v roku 2004).

Graf 6 Krátkodobé úrokové miery vkladov PFI

(v % p. a.; úrokové miery nových obchodov; vážené¹⁾)



Zdroj: ECB.

1) Od decembra 2003 sú vážené úrokové miery PFI vypočítavané pomocou váh krajín založených na 12-mesačnom kĺzavom priemere objemu nových úverov. Za predchádzajúce obdobie (od januára 2003 do novembra 2003) sú vážené úrokové miery PFI vypočítavané pomocou váh krajín založených na priemerných objemoch nových úverov v roku 2003. Ďalšie informácie v boxe Analysing MFI interest rates at the euro area level, Mesačný bulletin ECB, august 2004.

Box 1

TRENDY V OBLASTI FINANČNÝCH INVESTÍCIÍ V NEFINANČNOM SEKTORE EUROZÓNY V ROKU 2004

Ročná miera rastu finančných investícií v nefinančnom sektore zostávala počas prvých troch štvrtrokov 2004 zhruba nezmenená v porovnaní s priemernou mierou tohto rastu v roku 2003 (pozri tabuľku). Táto stabilita však maskovala mierne heterogénny vývoj v jednotlivých kategóriách finančných investícií. Zatiaľ čo v porovnaní rokov 2003 a 2004 došlo k oživeniu miery rastu investícií do dlhodobých dlhových cenných papierov a kótovaných akcií, rast investícií do podielov/akcií podielových fondov peňažného trhu významne poklesol. Investície do akciového kapitálu a akciových fondov v roku 2004 rástli rýchlejšie ako v predchádzajúcich rokoch, avšak nákupy dlhopisov a dlhopisových fondov sa o niečo spomalili. Celkovo tento vývoj svedčí o napredujúcej postupnej normalizácii správania sa rezidentov eurozóny v oblasti skladby portfólia, v súvislosti s ktorou sa obnovil aj záujem sprostredkovateľov investovať do rizikovejších a dlhodobějších aktív.

Finančné investície nefinančného sektora eurozóny

	Podiel na finančných aktívach v % ¹⁾	Ročná miera rastu								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Finančné investície	100	5,6	6,5	4,6	3,8	4,4	4,3	4,6	4,5	.
Hotovosť a vklady	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Cenné papiere iné ako akcie	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
z toho: krátkodobé	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
z toho: dlhodobé	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Podiely v podielových fondoch	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
z toho: podiely v podielových fondoch okrem podielov v podielových fondoch peňažného trhu	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
z toho: podiely v podielových fondoch peňažného trhu	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Kótované akcie	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Poistno-technické rezervy	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 ²⁾		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Ročný prírastok alebo úbytok cenných papierov v držbe nefinančného sektora (v % HDP)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Zdroj: ECB.

Poznámka: Tiež časť 3.1. v časti Štatistika eurozóny Mesačného bulletinu ECB. Ročné údaje ku koncu obdobia.

1) Stav ku koncu tretieho štvrtého roka 2004. V dôsledku zaokrúhľovania súčty nemusia súhlasiť.

2) Stav ku koncu obdobia. Menový agregát M3 zahŕňa menové nástroje v držbe subjektov iných ako PFI eurozóny (t. j. nefinančný sektor a nepeňažné finančné inštitúcie) uložené v PFI a v ústrednej štátnej správe eurozóny.

Domácnosti aj naďalej pokračovali v smerovaní významnej časti svojich úspor do poisťno-technických rezerv, i keď s o niečo pomalším tempom než v roku 2003. Vysoký záujem o tieto produkty zostáva už po niekoľko rokov nezmenený. Pravdepodobne je odrazom úspor, ktorými sa starnúca spoločnosť zabezpečuje na dôchodkové obdobie a môže byť vyjadrením nedôvery hospodárskych subjektov vo verejné dôchodkové systémy.

ŠIRŠIE ZALOŽENÝ RAST ÚVEROV PFI SÚKROMNÉMU SEKTORU

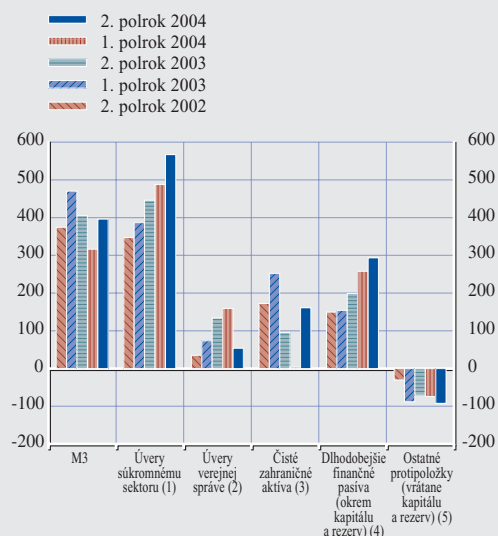
Vývoj protipoložiek agregátu M3 potvrdzuje vplyv dvoch protikladných faktorov uvedených v časti o dynamike menového vývoja. Na jednej strane prudší rast dlhodobějších finančných záväzkov PFI a nižší rast čistých zahraničných aktív v prvej polovici roka odzrkadľuje vracanie predchádzajúcich portfóliových presunov smerom do agregátu M3. Na druhej strane silnejší rast úverov PFI súkromnému sektoru odráža prevažujúcu nízku hladinu úrokových mier.

V prvej polovici roka 2004 bol odlev kapitálu z eurozóny naďalej robustný, pričom slabší prílev kapitálu viedol k poklesu ročného toku čistých zahraničných aktív sektora PFI eurozóny

(graf 7). Tento odlev kapitálu bol výsledkom toho, že rezidenti eurozóny nakupovali aktíva od nerezidentov, čo je jedným zo znakov procesu normalizácie ich správania sa v oblasti skladby portfólia. V miere, v akej sú takéto transakcie zúčtované prostredníctvom sektora PFI eurozóny, klesajú aj čisté zahraničné aktíva tohto sektora a znižujú sa aj vklady rezidentov eurozóny. Prvá polovica roka 2004 bola taktiež svedkom pretrvávajúcej expanzie dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv), ktorá bola v zhode s pokračujúcou normalizáciou portfóliového správania sa, keď sa prostriedky presúvali z likvidných peňažných aktív do nástrojov s dlhšou lehotou splatnosti. Tento vývoj v oblasti čistých zahraničných aktív a dlhodobějších finančných pasív bol v zásade pokračovaním trendov pozorovaných v druhej

Graf 7 Vývoj M3 a jeho protipoložiek

(medziročná zmena; stav ku koncu obdobia; v mld. EUR; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



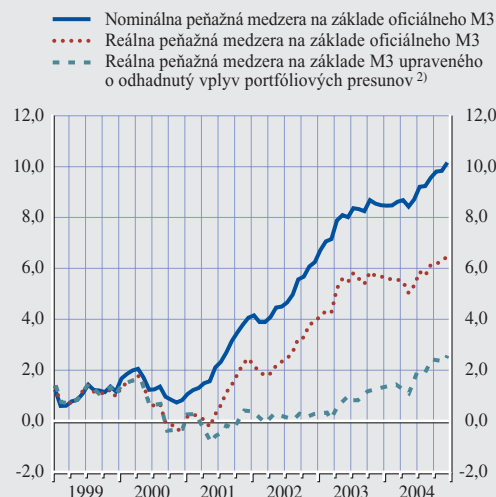
Zdroj: ECB.
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

polovici roku 2003. Už v prvom polroku 2004 však zmierňujúci dopad týchto faktorov na rast agregátu M3 bol čiastočne vyvážený robustným rastom úverov PFI rezidentom eurozóny v prostredí nízkych úrokových mier a zlepšených hospodárskych podmienok.

Pokračujúce posilňovanie rastu úverov PFI súkromnému sektoru v druhej polovici roku 2004 urobilo túto položku dominantným faktorom živiacim dynamiku M3. Okrem toho sa dynamika úverov PFI súkromnému sektoru rozšírila do všetkých hlavných nefinančných sektorov. Tlak na rast agregátu M3 taktiež súvisel so zmenou predtým klesajúceho trendu ročného toku čistých zahraničných aktív, ktorá vyplývala z kapitálového prílevu spôsobeného obnoveným záujmom o majetkový kapitál a dlhopisy v eurozóne zo strany nerezidentov, ako aj očakávaniami ďalšieho zhodnotenia výmenného kurzu eura. Priemerný príspevok čistých zahraničných aktív k ročnému rastu agregátu M3 sa zvýšil z 1,1 percentuálneho bodu v druhom štvrtroku 2004 na 2,2 percentuálneho bodu v štvrtom štvrtroku. V tomto istom čase sa

Graf 8 Odhad peňažnej medzery¹⁾

(v percentách relevantnej hodnoty agregátu M3; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy; december 1998 = 0)



Zdroj: ECB.

1) Nominálna peňažná medzera je definovaná ako rozdiel medzi skutočnou hodnotou M3 a hodnotou M3, ktorá by vznikla pri konštantnom raste M3 s referenčnou hodnotou 4,5 %, základným obdobím je december 1998. Reálna peňažná medzera je definovaná ako rozdiel medzi skutočnou hodnotou M3 deflovanou HICP a deflovanou hodnotou M3, ktorá by vznikla pri konštantnom raste nominálneho M3 s referenčnou hodnotou 4,5 % a pri inflácii HICP podľa definície cenovej stability ECB, pričom východiskovým obdobím je december 1998.

2) Odhady rozsahu portfóliových presunov v M3 sú konštruované použitím postupu uvedeného v časti 4 článku Monetary analysis in real time, Mesačný bulletin ECB, október 2004.

naďalej posilňoval rast dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv), čo svedčilo o pokračujúcej normalizácii portfóliového správania rezidentov eurozóny v prospech nepeňažných aktív.

NADBYTOK LIKVIDITY

Silná dynamika agregátu M3 v priebehu roka 2004 znamenala ďalší rast ukazovateľov nadmernej likvidity, ktoré poukazujú na to, že likvidita v eurozóne presahuje objem potrebný na financovanie neinflačného rastu (graf 8). Prvým z týchto ukazovateľov je nominálna peňažná medzera, ktorá je definovaná ako rozdiel medzi skutočnou hladinou agregátu M3 a úrovňou, ktorá by sa dosiahla pri konštantnom raste M3 s referenčnou hodnotou 4,5 %, berúc ako základné obdobie december 1998; druhým je reálna peňažná medzera, ktorá je vyjadrením

nominálnej peňažnej medzery očistenej o nadbytočnú likviditu pohltenu predchádzajúcim cenovým vývojom (t. j. kumulovaná odchýlka mier inflácie od definície cenovej stability ECB); a tretím alternatívnym ukazovateľ reálnej peňažnej medzery, ktorý využíva odhad agregátu M3 očistený o portfóliové presuny.

Pri hodnotení ukazovateľov nadbytočnej likvidity je potrebné si uvedomiť, že referenčné obdobie (december 1998) bolo vybrané náhodne a že jednotlivé úrovne ukazovateľov treba interpretovať s istou dávkou opatrnosti. Ako sme už predtým uviedli, odhad agregátu M3 upravený o portfóliové presuny obsahuje aj značnú mieru neistoty.² Majúc na zreteli vyššie uvedené okolnosti možno konštatovať, že všetky odhady peňažnej medzery po istej stabilizácii v prvom polroku 2004 v posledných šiestich mesiacoch roka rástli. Veľký rozdiel medzi skutočnou peňažnou medzerou vychádzajúcou z oficiálne vykazovného agregátu M3 a skutočnou peňažnou medzerou vychádzajúcou z agregátu M3 upraveného o odhadovaný dopad portfóliových presunov naznačuje, že významná

časť nadbytočnej likvidity odzrkadľovala predchádzajúce portfóliové presuny do agregátu M3. Na druhej strane však graf 8 taktiež poukazuje na skutočnosť, že upravený ukazovateľ agregátu M3 sa od polovice roka 2003 výrazne zvýšil, čo znamená, že nadbytočná likvidita v eurozóne čoraz väčšmi prestáva byť výsledkom výhradne portfóliových presunov.

Takáto úroveň nadbytočnej likvidity signalizuje riziká pre strednodobú cenovú stabilitu. V prípade, že by nadbytočná likvidita prešla do spotreby, a to predovšetkým v čase silnejúcej dôvery a hospodárskej aktivity, mohla by vyvolať tlaky na rast inflácie (box 2 Čo by sa mohlo stať s nadbytočnou likviditou eurozóny?) Navyše by sa mohol nadbytok likvidity a silný rast v oblasti úverov stať zdrojom prudkého zvýšenia cien aktív, a to predovšetkým na trhu s nehnuteľnosťami.

2 Podrobnejšie údaje možno nájsť v časti 4 článku *Monetary analysis in real time*, Mesačný bulletin ECB, október 2004.

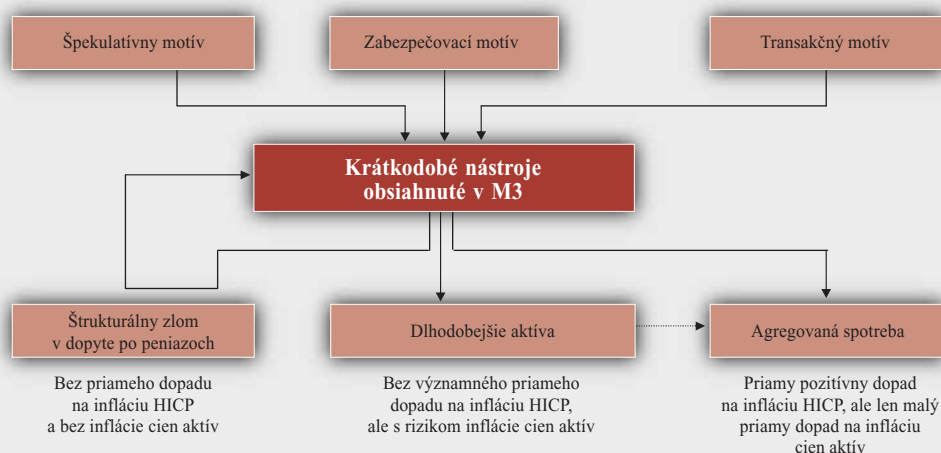
Box 2

ČO BY SA MOHLO STAŤ S NADBYTOČNOU LIKVIDITOU EUROZÓNY?

Silný rast agregátu M3 od polovice roka 2001 viedol k trvalému rastu ukazovateľov nadbytočnej likvidity eurozóny, ktoré dosiahli svoje historické maximá. Z tohto vývoja vyplýva, že v eurozóne sa nachádzalo v roku 2004 výrazne viac likvidity, ako je potrebné na financovanie neinflačného hospodárskeho rastu. Výsledky týchto ukazovateľov však musíme interpretovať s rezervou.

Pri analýze toho, čo by sa mohlo s nadbytočnou likviditou stať, musíme mať na zreteli faktory, ktoré viedli k jej vzniku. Tu treba poukázať najmä na dve skutočnosti: po prvé, dlhé obdobie hospodárskej, finančnej a geopolitickej neistoty, ktoré trvalo od polovice roka 2001 do polovice roka 2003, viedlo k výrazne zvýšenému záujmu o bezpečné a likvidné nástroje agregátu M3; po druhé, nízka hladina úrokových mier v celej škále splatnosti a s ňou súvisiace nízke oportunitné náklady držby likvidných aktív prispievali k dopytu po peniazoch, a to predovšetkým v poslednom období. Na základe týchto dvoch javov možno konštatovať, že silný dopyt po krátkodobých nástrojoch agregátu M3 môže odzrkadľovať skôr zmes špekulatívneho motívu a motívu zabezpečenia sa na horšie časy, než transakčného motívu. Tieto dva hlavné motívy súčasne naznačujú, ako môže byť v budúcnosti nadbytočná likvidita využitá. So spôsobom jej využitia následne súvisí miera rizika pre cenovú stabilitu (graf).

Schematické znázornenie možností použitia prebytočnej likvidity



Jednou z možností využitia nadbytočnej likvidity je jej investovanie do dlhodobějších aktív, akcií alebo dlhových cenných papierov, alebo do nehnuteľností, a k tomuto investovaniu môže dôjsť priamo alebo nepriamo prostredníctvom investičných fondov. K dosiahnutiu súhrnného zníženia nadbytočnej likvidity je potrebné, aby sa na týchto transakciách podieľal buď sektor PFI rezidentov eurozóny, alebo sprostredkovatelia spoza jej hraníc. Takéto využitie nadbytočnej likvidity by nemalo následný dopad na infláciu HICP, avšak zmeny v zložení portfólií by za istých okolností mohli ovplyvniť ceny aktív, čo by zase mohlo mať nepriamy a oneskorený vplyv na infláciu prostredníctvom efektov bohatstva.

Druhou možnosťou je, že nadbytočná likvidita sa v určitom bode premietne do spotreby. K tomuto scenáru by mohlo najpravdepodobnejšie dôjsť v čase posilňovania hospodárskej dôvery. Pokiaľ by sa tieto zostatky využili na zvýšenie dopytu po domácich tovaroch a službách, reabsorbovali by postupne súčasný nadbytok nevyužitých kapacít. Ak by silný rast domácej spotreby trval dostatočne dlhý čas, kapacitná napätosť by mohla viesť k rizikám pre cenovú stabilitu.

Nie je možné celkom vylúčiť ani možnosť, že súčasná situácia s nadbytočnou likviditou do istej miery odzrkadľuje trvalú zmenu správania sa hospodárskych subjektov v oblasti dopytu po peniazoch, to znamená štruktúrne vyšší záujem o likviditu, a tým aj rast požadovanej úrovne držby peňazí. Túto zmenu mohla spôsobiť napríklad štruktúrne vyššia averzia k rizikám na strane domácností pri finančných investíciách, v dôsledku značných strát, ktoré domácnosti utrpeli na burzách v rokoch 2000 až 2003. V tej miere, v ktorej sa na nadbytočnej likvidite podieľa tento faktor, by nadbytočná likvidita bola nižšia než uvádzaná a riziko inflácie by neovplyvnila.

Daná situácia pravdepodobne v skutočnosti odzrkadľuje kombináciu všetkých troch vyššie uvedených možností. V súčasnosti je ťažké stanoviť, či v posledných rokoch došlo k trvalému zvýšeniu záujmu o likviditu, alebo nie. Súčasne by pretrvávajúce silné preferovanie kúpy nehnuteľností mohlo byť spojené s prudkým rastom ich cien. Okrem toho sa ukazuje, že hospodárske subjekty upravili svoje portfóliové správanie sa a viac investujú do dlhodobějších finančných aktív. Pohľad do budúcnosti nevyklučuje možnosť, že časť nadbytočnej likvidity sa použije na zvýšenie nominálnej hodnoty transakcií, a to najmä v čase zvýšenej hospodárskej dôvery, s čím bude spojená vyššia miera inflácie.

Celkovo možno konštatovať, že aj keď časť nadbytočnej likvidity odráža vyššie preferencie likvidity časti domácností a podnikov eurozóny, úrovne likvidity dosiahnuté v roku 2004 zostávajú pre ECB zdrojom obáv a volajú po ostražitosti. S cieľom zistiť skutočné uplatňovanie možných scenárov využitia nadbytočnej likvidity, ktoré boli stanovené relatívne empiricky, a s tým aj pridružené riziká pre cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, bude ECB pozorne sledovať vývoj na všetkých frontoch. Konkrétne bude banka monitorovať: a) známky vracania sa predchádzajúcich zmien v skladbe portfólií a riziká súvisiace so vznikom cenových bublín v oblasti cien aktív; b) skutočnosti potvrdzujúce nečakane zvýšenú spotrebu, a c) skutočnosti poukazujúce na prípadné štrukturálne zmeny v dopyte po peniazoch.

ÚROKOVÉ MIERY PEŇAŽNÉHO TRHU ZOSTALI V ZÁSADĚ STABILNÉ

V roku 2004 sa Rada guvernérov ECB rozhodla ponechať doterajšie hlavné úrokové miery nezmenené. V dôsledku tohto rozhodnutia zostali úrokové miery peňažného trhu na kratšom konci výnosovej krivky v zásade nezmenené počas celého roka.

Dlhodobejšie úrokové miery peňažného trhu výrazne poklesli v prvom štvrtroku 2004, čím ďalej pokračoval ich klesajúci trend pozorovaný od polovice decembra 2003 (graf 9). Ku koncu marca 2004 sa vo svetle očakávaní ďalšieho poklesu hlavných úrokových sadzieb ECB sklon výnosovej krivky peňažného trhu obrátil. Sklon tejto krivky, ktorý odráža rozdiel medzi dvanásťmesačnou a jednomesačnou úrokovou mierou EURIBOR dosiahol 26. marca 2004 svoju najnižšiu hodnotu, -7 bázických bodov.

V čase od apríla do júna 2004 však bolo možné pozorovať, že sa sklon výnosovej krivky normalizuje, pričom dlhodobejšie splatnosti zaznamenali výrazný vzrast úrokových mier, zatiaľ čo úrokové miery na veľmi krátkom konci krivky zotrvali v zásade stabilné. V nasledujúcich obdobiach si dlhodobejšie úrokové miery peňažného trhu udržiavali stabilnú úroveň, pričom kolísali v úzkom pásme okolo 10 bázických bodov. Koncom roka dosiahol jednomesačný a dvanásťmesačný EURIBOR hodnoty 2,12 % a 2,35 %, blízko k svojim hodnotám z konca roka 2003.

V prvých dvoch mesiacoch roku 2005 zostali úrokové miery EURIBOR dlhších splatností

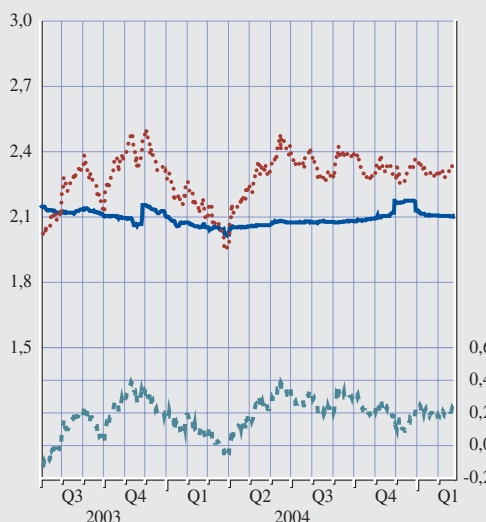
zhruba stabilné, keď účastníci trhu očakávali, že krátkodobé úroky sa po väčšiu časť roka 2005 meniť nebudú a prémie za časovú viazanosť nebola veľká. Dňa 24. februára 2005 bol jednomesačný EURIBOR na úrovni 2,10 % a dvanásťmesačný na úrovni 2,34 %.

Zmeny krátkodobých úrokových mier peňažného trhu v priebehu roka 2004 sa v zásade odrážali vo vývoji implikovanej trojmesačnej úrokovvej miery z termínových kontraktov EURIBOR.

Graf 9 Krátkodobé úrokové miery a sklon výnosovej krivky peňažného trhu

(v % p. a.; v percentuálnych bodoch; denné údaje)

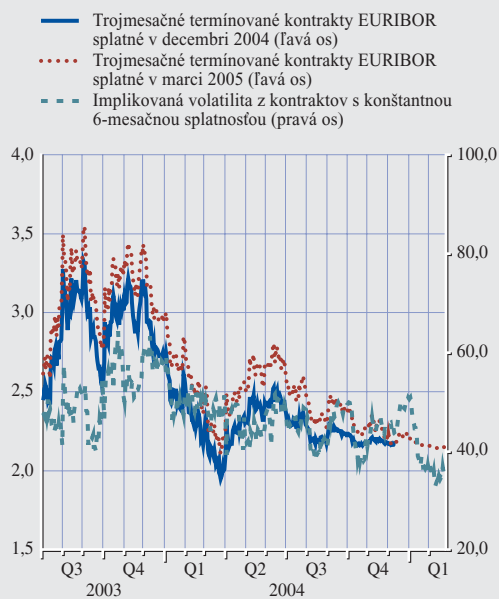
- Jednomesačná úroková miera EURIBOR (ľavá os)
- 12-mesačná úroková miera EURIBOR (ľavá os)
- - - Spread medzi 12-mesačnou a jednomesačnou úrokovou mierou EURIBOR (pravá os)



Zdroj: Reuters.

Graf 10 Úrokové miery trojmesačných termínovaných kontraktov EURIBOR a implikovaná volatilita odvodená z opcí na trojmesačné termínované kontrakty EURIBOR

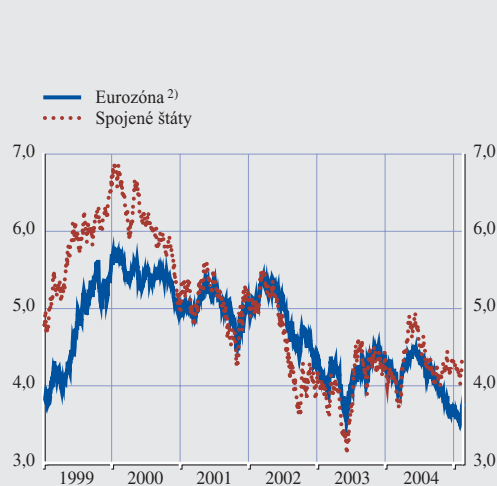
(v % p. a.; v základných bodoch; denné údaje)



Zdroj: Bloomberg, Reuters a výpočty ECB.

Graf 11 Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov¹⁾

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: Reuters, Bloomberg a Thomson Financial Datastream.

1) Dlhopisy s desaťročnou alebo najbližšou inou splatnosťou.

2) Od 1. januára 2001 vrátane Grécka.

Implikovaná volatilita odvodená z opcí na trojmesačné termínové kontrakty v priebehu roka výrazne poklesla, čo naznačuje, že vo vzťahu k budúcemu smerovaniu krátkodobých úrokových mier účastníci trhu pociťovali veľmi nízku mieru neistoty (graf 10).

VÝRAZNÝ POKLES VÝNOSOV DLHODOBÝCH ŠTÁTNYCH DLHOPISOV V ROKU 2004

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne v historickom porovnaní boli na konci roka 2004 na veľmi nízkej úrovni. Zatiaľ čo v prvej polovici roka výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny do istej miere kolísali, ale výraznejšie sa nemenili, v druhej polovici roka vykazovali pokračujúci klesajúci trend. Ku koncu roka sa dostali na hranicu 3,7 %, čo je výrazne menej ako koncom roka 2003 (graf 11).

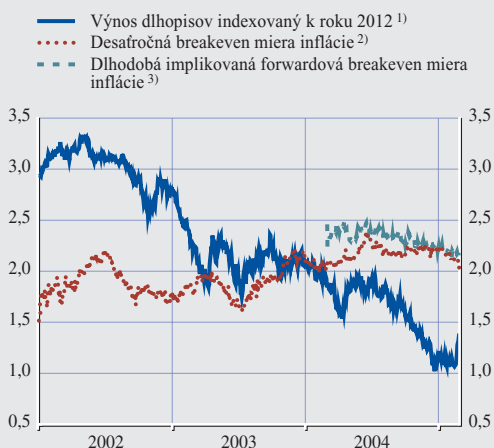
Tento vývoj v oblasti výnosov dlhodobých dlhopisov eurozóny odrážal najmä meniace sa vnímanie inflačných tlakov a výhľadu hospodárstva eurozóny účastníkmi trhu. Toto

vnímanie bolo taktiež ovplyvňované zmenami prognóz globálneho makroekonomického vývoja počas roka. Očakávania dopadov zvýšenia cien ropy počas roka účastníkmi trhu silne ovplyvnili ich pohľad na možné inflačné tlaky a na hospodársku aktivitu. Tieto očakávania sa však časom menili v súvislosti so zverejňovanými informáciami o makroekonomickom vývoji. Na jar sa účastníci trhu obávali najmä dopadu prudkého rastu cien ropy na infláciu, v neskorších mesiacoch sa však ich obavy preniesli do oblasti vplyvu úrovne cien ropy na hospodársku aktivitu.

V prostredí obáv ohľadom intenzity hospodárskeho oživenia v Spojených štátoch klesli v eurozóne v prvom štvrtroku 2004 výnosy dlhodobých dlhopisov, odzrkadľujúc tak vývoj na trhu v Spojených štátoch. I napriek postupnému posilňovaniu hospodárskej aktivity eurozóny, výnosy indexovaných dlhodobých dlhopisov v eurozóne v prvom štvrtroku 2004 klesali zároveň s porovnateľnými výnosmi v Spojených štátoch, čo vyplývalo z očakávaní účastníkov

Graf 12 Reálne výnosy dlhopisov a breakeven miera inflácie v eurozóne

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: Reuters, francúzske ministerstvo financií a výpočty ECB.
 1) Odvodené z francúzskych štátnych dlhopisov indexovaných HICP eurozóny (bez tabakových výrobkov) splatných v roku 2012.
 2) Podrobnosti o výpočte sú uvedené v Mesačnom bulletinu ECB, február 2002.
 3) Vypočítané z indexovaných dlhopisov eurozóny splatných v rokoch 2008 a 2014, od začatia vydávania dlhopisov splatných v roku 2014.

trhu, že budúci celosvetový hospodársky vývoj bude vo významnej miere poznačený obavami o udržateľnosť hospodárskeho oživenia v Spojených štátoch.

Pokles výnosov dlhodobých dlhopisov eurozóny zaznamenaný v prvých troch mesiacoch roka sa začiatkom apríla rýchlo obrátil. Následný rast výnosov bol pravdepodobne ovplyvnený dvoma hlavnými faktormi. Po prvé, medzi účastníkmi trhu narastala dôvera ohľadom pretrvávajúceho oživovania eurozóny, ktorú podporovali aj lepšie vyhliadky svetového hospodárstva. Po druhé, účastníci trhov začali čoraz väčšími pociťovať obavy z dopadu rastu cien ropy na infláciu na pozadí prebiehajúceho globálneho hospodárskeho oživenia. V prostredí obnovených obáv časti investorov ohľadom inflácie skutočne na jar výnosy dlhodobých dlhopisov aj miera zlomovej (breakeven) miery inflácie vzrástli (graf 12). Tieto obavy však boli v eurozóne menej výrazné ako v Spojených štátoch, kde sa výnosy dlhopisov a zlomová miera inflácie zvýšili oveľa viac.

Zdá sa, že v období od apríla do júna 2004 očakávania inflácie v eurozóne účastníkmi trhu vzrástli najviac v kratšom horizonte, pričom dlhobehšie výhľady vyjadrené implikovanými forwardovými zlomovými mierami inflácie vykazovali do istej miery stabilnejší vývoj, aj keď zostali na relatívne vysokej úrovni.³ Nárast zlomovej miery inflácie v eurozóne pravdepodobne vo svetle neistoty obklopujúcej dopady vývoja cien ropy do istej miery odzrkadľoval vyššiu prémii za inflačné riziko vyžadovanú investormi. Ďalšie informácie získané z prieskumu očakávaní inflácie eurozóny, ktoré nepreukázali rast odhadov očakávanej dlhobehj inflácie, túto interpretáciu potvrdili.

V druhej polovici roka 2004 vývoj cien ropy mal naďalej výrazný vplyv na výnosy dlhopisov. Zdá sa však, že trhy sa tiež začali čoraz viac obávať o dopady cien ropy na hospodársku aktivitu v eurozóne, ako aj v globálnom meradle. Tento vývoj sa odrážal v postupnom poklese dlhodobých výnosov nominálnych a indexovaných dlhopisov pozorovanom od polovice júna, čo naznačuje, že trhy očakávali istý pokles tempa hospodárskeho rastu eurozóny. K zmierneným očakávaniam krátkodobého výhľadu vývoja hospodárskeho rastu eurozóny účastníkmi trhu taktiež pravdepodobne prispel ďalší pokles amerického dolára voči euru, ku ktorému došlo najmä v poslednom štvrtroku 2004. Pokles výnosov nominálnych a indexovaných dlhodobých dlhopisov v eurozóne taktiež odzrkadľoval znížené trhové očakávania tempa sprísňovania menovej politiky v krátko- a strednodobom horizonte.

V dôsledku tohto vývoja nominálne výnosy dlhodobých dlhopisov v eurozóne v roku 2004 výrazne poklesli (približne o 60 bázických bodov) na koncoročnú úroveň 3,7 %, čo predstavuje hodnotu blízku historickému minimu. Rozdiel tejto úrokovej miery voči úrovni v Spojených

³ Ako ukazuje graf 12, rast spotovej zlomovej (breakeven) inflácie v roku 2012, ktorý o. i. odráža priemerné inflačné očakávania v období od 2004 do 2012, bol v jarných mesiacoch 2004 vyšší než dlhodobá implikovaná forwardová zlomová miera inflácie, ktorá odráža inflačné očakávania na roky 2008 až 2014. Naznačuje to prítomnosť silnejších inflačných očakávaní v kratšom horizonte.

štátoch zotrval vo všeobecnosti po väčšinu roka na stabilnej hladine. Tento stav odzrkadľoval viac či menej paralelný vývoj makroekonomického výhľadu v oboch ekonomikách. Istý rozchod vo vývoji výnosov dlhodobých dlhopisov nastal koncom roka, keď sa rozdiel úrokových mier medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov v Spojených štátoch a v eurozóne do istej miery prehľbil a dosiahol úroveň takmer 60 bázických bodov.

V druhej polovici roka 2004 sa mierne upokojili aj zlomové miery inflácie. Dlhodobá zlomová miera inflácie v eurozóne si však ku koncu roka zachovávala úroveň nad priemerom od konca roku 2001, keď boli po prvý raz vydané dlhopisy viazané na infláciu, indexované infláciou HICP

bez tabakových výrobkov eurozóny. Desaťročná zlomová miera inflácie skončila rok na úrovni približne 2,2 %, čo oproti decembru 2003 predstavuje nárast o viac než 10 bázických bodov.

Ďalší pokles implikovanej volatility na dlhopisovom trhu (ukazovateľ, ktorý poskytuje informácie o tom, ako trh vníma pásmo, v ktorom sa v najbližšom období budú podľa očakávaní pohybovať výnosy dlhopisov) predstavuje ďalšiu výraznú charakteristiku roku 2004. Následné zmeny reálnej volatility potvrdili trhové očakávania nižšej volatility dlhopisového trhu (box 3: Spoločné trendy implikovanej volatility finančného trhu).

Box 3

SPOLOČNÉ TRENDY IMPLIKOVANEJ VOLATILITY FINANČNÉHO TRHU

Rok 2004 priniesol výrazný celkový pokles implikovanej volatility vo viacerých trhových segmentoch v eurozóne aj v iných rozvinutých ekonomikách. Implikovanú volatilitu, ktorá sa odvodzuje od cien opcií, zvyčajne interpretujeme ako ukazovateľ neistoty účastníkov trhu ohľadom vývoja v najbližšom období na rôznych finančných trhoch. V roku 2004 boli isté obavy, že relatívne nízka miera implikovanej volatility nemusí byť úplne opodstatnená, keďže ju mohli znižovať iné faktory než očakávania budúcej reálnej volatility účastníkmi trhu. Takéto možné „nesprávne hodnotenie“ volatility mohlo okrem iného predstavovať riziko pre finančnú stabilitu. Ak by napríklad finančné inštitúcie reagovali na nižšiu volatilitu príslušným zvýšením miery rizika, mohli by utrieť ťažké straty v prípade, že by došlo k úprave volatility smerom nahor. Empiricky sa však takéto nesprávne hodnotenie volatility nezistilo a po poklese implikovanej volatility na viacerých finančných trhoch nasledoval aj príslušný pokles reálnej volatility.¹ Nižšiu reálnu volatilitu možno na druhej strane vysvetliť napríklad prebiehajúcim procesom normalizácie predovšetkým na globálnych akciových trhoch, ktorý nastal po niekoľkých výnimočne rušných rokoch.

Graf A zobrazuje implikovanú volatilitu (i) nemeckého indexu DAX meranú indexom volatility VDAX, (ii) dlhodobých štátnych dlhopisov odvodenú z opcií na termínové kontrakty na Bund s lehotou do splatnosti 22 dní, a (iii) výmenného kurzu eura voči americkému doláru odvodeného z menových opcií s približne mesačnou dobou do splatnosti. Keďže všetky dané opcie sú z toho istého dňa a majú približne rovnaký čas do svojej splatnosti, implikovaná volatilita zobrazená v grafe vyjadruje neistotu účastníkov trhu vo všetkých troch segmentoch v približne rovnakom krátkodobom horizonte.

¹ Box Recent trends in implied stock market volatility v Mesačnom bulletinu ECB, november 2004 a box Najnovšie trendy implikovanej volatility na trhoch dlhopisov v Mesačnom bulletinu ECB, december 2004.

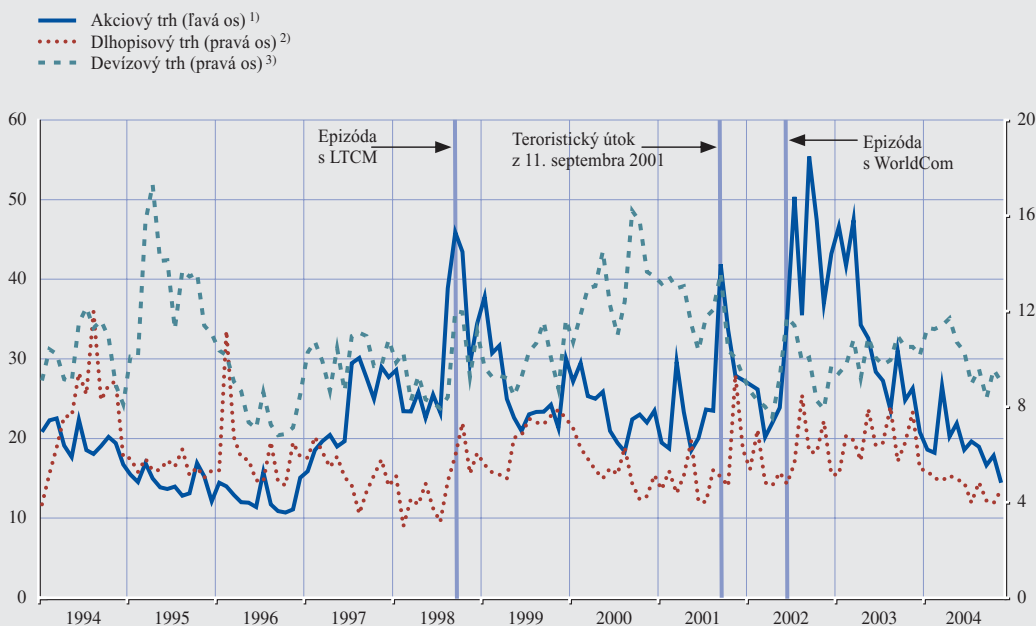
V minulosti sa okrem občasných období s trhovými nepokojmi, ktoré boli pravdepodobne spôsobované všeobecnými a nie trhovými javmi, dala pozorovať len relatívne nízka miera paralelných pohybov krátkodobej očakávanej volatility v jednotlivých trhových segmentoch. Za prvé tri štvrtroky 2004 sa však zaznamenal podobný pokles volatility naprieč trhmi. Za predpokladu, že chýbajú známky nesprávneho hodnotenia volatility, tento vývoj naznačuje, že dochádza k rozsiahlemu postupnému zvyšovaniu dôvery účastníkov trhu v pokojný vývoj v najbližšom období. V posledných niekoľkých mesiacoch roka 2004 sa však silný pokles implikovanej volatility výmenného kurzu amerického dolára a eura zastavil v prostredí obnoveného zrýchľovania oslabovania amerického dolára.

Dnešné kapitálové trhy vykazujú vysokú mieru integrácie a možno sa domnievať, že medzinárodná prepojenosť volatility v každom trhovom segmente je významná. Graf B zobrazuje implikovanú volatility na akciových trhoch v Spojených štátoch a v eurozóne meranú indexmi VIX a VDAX, ako aj implikovanú volatility na príslušných trhoch dlhodobých dlhopisov odvodenú z opcí na termínované kontrakty na fondy amerického US Treasury a nemecké dlhopisy Bund.

Z grafu je zrejmé, že v oboch kategóriách aktív v Spojených štátoch a v eurozóne dochádza k vysokej miere paralelného pohybu implikovanej volatility. Okrem toho sa zdá, že medzinárodné prepojenia sú do istej miery silnejšie v prípade akciových trhov než v prípade trhov s dlhodobými štátnymi dlhopismi. Napriek tomu môžu špecifické faktory konkrétneho trhu alebo krajiny zohrávať dominantnú úlohu. Napríklad teroristické útoky z 11. marca 2004 v Madride mali

Graf A Implikovaná volatility finančných trhov v eurozóne

(v % p. a.; mesačné údaje)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

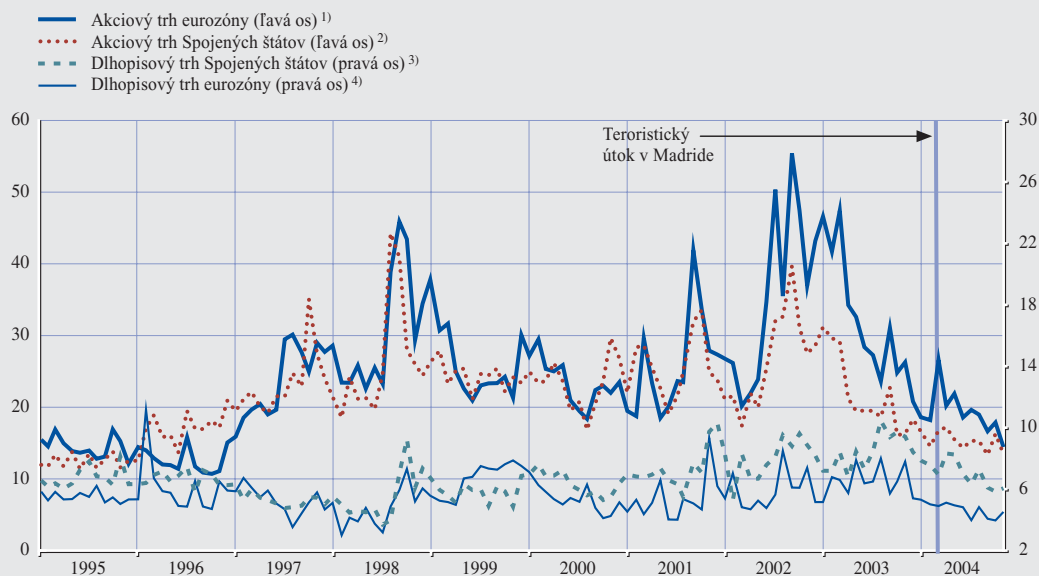
1) Index volatility nemeckého indexu DAX, ktorým sa meria implikovaná volatility v budúcich 45 dňoch.

2) Implikovaná volatility z opcí na termínované kontrakty na nemecké dlhopisy Bund s dobou 22 pracovných dní do splatnosti.

3) Implikovaná volatility z opčných kontraktov na výmenný kurz USD/EUR s približne 1-mesačnou dobou do splatnosti.

Graf B Implikovaná volatilita dlhopisových a akciových trhov v eurozóne a v Spojených štátoch

(v % p. a.; mesačné údaje)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

1) Ukazovateľ volatility nemeckého indexu DAX, ktorým sa meria implikovaná volatilita v budúcich 45 kalendárnych dňoch.

2) Ukazovateľ volatility indexu S&P, ktorým sa meria implikovaná volatilita v budúcich 30 kalendárnych dňoch.

3) Implikovaná volatilita z opcií na termínované kontrakty na americké vládne dlhopisy Treasury s dobou 22 pracovných dní do splatnosti.

4) Implikovaná volatilita z opcií na termínované kontrakty na nemecké vládne dlhopisy Bund s dobou 22 pracovných dní do splatnosti.

silnejší, aj keď len dočasne, vplyv na očakávanú volatilitu akciového trhu v eurozóne ako v Spojených štátoch. Graf B taktiež poskytuje ďalšie dôkazy o tom, že celkový pokles implikovanej volatility v posledných niekoľkých rokoch sa netýkal len eurozóny.

Celkovo možno konštatovať, že prepojenia medzi niektorými kategóriami finančného majetku v rámci geografických regiónov sú relatívne silné, čo sa týka predovšetkým akciových trhov. Aj keď implikovaná volatilita v jednotlivých segmentoch trhu za normálnych okolností nevykazuje všeobecnú tendenciu paralelných pohybov, zdá sa, že v časoch turbulencií je to naopak. Nedávne zosúladenie implikovanej volatility naprieč týmito tromi kategóriami aktív je hodné povšimnutia z toho dôvodu, že k nemu nedošlo v takomto období finančných turbulencií, a preto podporuje rozšírenú domnienku účastníkov trhu o tom, že situácia na finančnom trhu bude v najbližšom období pokojnejšia než na začiatku roka 2004.

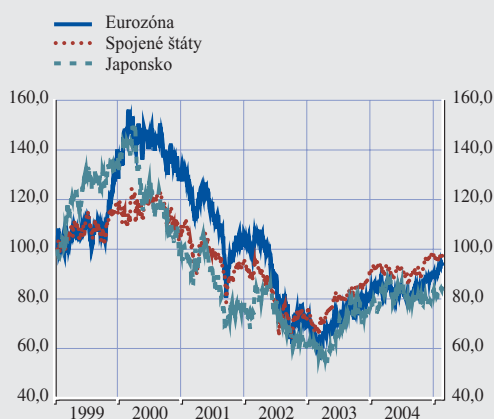
Začiatkom roka 2005 pokračoval na svetových trhoch pokles výnosov dlhodobých dlhopisov, avšak približne v polovici februára sa tento trend otočil. V dôsledku toho 24. februára sa výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne aj v Spojených štátoch dostali do blízkosti úrovni z konca roka 2004.

VYSOKÉ ZISKY AKCIOVÝCH TRHOV EUROZÓNY AJ V ROKU 2004

V roku 2004 pokračovali akciové trhy eurozóny vo svojom rastúcom trende, ktorý nastúpili začiatkom roka 2003 (graf 13). V porovnaní s koncom predchádzajúceho roka skončil index Dow Jones EURO STOXX rok 2004 so ziskom asi 10 %, čo predstavuje mierne vyšší rast, ako

Graf 13 Hlavné burzové indexy ¹⁾

(index: 1. január 1999 = 100; denné údaje)



Zdroj: Reuters, Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.
1) Širší index Dow Jones EURO STOXX za eurozónu, Standard & Poor's 500 za Spojené štáty a Nikkei 225 za Japonsko. Od januára 2001 údaje za eurozónu zahŕňajú aj Grécko.

Graf 14 Rast aktuálnych a očakávaných výnosov spoločností

(v %; mesačné údaje)



Zdroj: Thomson Financial Datastream (odhady výnosov analytikov z Institutional Brokers Estimate System IBES).

zaznamenali indexy Standard & Poor's 500 a Nikkei 225.

Celkový rast cien akcií v eurozóne odzrkadľuje niekoľko faktorov, a to predovšetkým pokles dlhodobých úrokových mier a silný rast ziskov a dividend (graf 14).

Výrazný pokles volatility akciových trhov, ktorý poukazoval na zníženie miery neistoty účastníkov trhu vo vzťahu k výhľadu akciových trhov, pravdepodobne taktiež v minulom roku pozitívne prispel k ziskom akciových trhov (tiež box 3). Na druhej strane sa zdá, že potenciálne negatívne faktory, ako napríklad menej optimistický výhľad rastu svetovej ekonomiky v dôsledku zvýšených cien ropy a vývoj výmenných kurzov (najmä ku koncu roka 2004), mali na rast cien na akciových trhoch len tlmiaci efekt.

Čo sa týka sektorovej štruktúry, zvýšenie cien akcií v eurozóne malo v roku 2004 širokú základňu, keď len jeden z desiatich sektorov indexu Dow Jones EURO STOXX (technologický) v medziročnom porovnaní zaznamenal na konci roka 2004 nižšie ceny akcií než v predchádzajúcom roku. Najvyšší rast dosiahlo zdravotníctvo a sieťové odvetvia, pričom k oživeniu došlo v roku 2004

aj v telekomunikačnom sektore. Nadpriemerné výsledky vykázal taktiež energetický sektor, keďže jeho výnosy boli pozitívne ovplyvňované vývojom cien ropy. Tento faktor mal pozitívny dopad aj na sieťové odvetvia, pretože v obdobiach vysokých cien ropy bežne dochádza k presunu dopytu na alternatívne energetické zdroje, napríklad na zemný plyn. Naproti tomu spotrebný sektor zaznamenal v oboch oblastiach (cyklické a necyklické tovary a služby) výsledky pod celkovým priemerom roku 2004. Tento vývoj môže odrážať obavy investorov ohľadom intenzity domáceho dopytu v eurozóne, najmä dopytu v oblasti súkromnej spotreby.

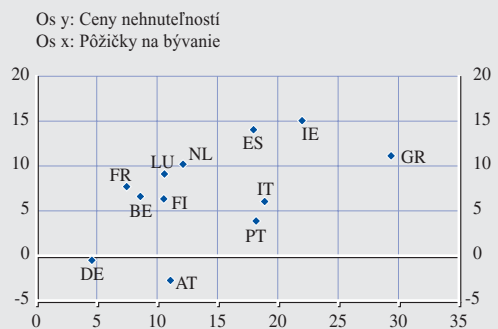
Celosvetový rastový trend v oblasti cien akcií pokračoval aj v prvých dvoch mesiacoch roku 2005. Od konca roka 2004 do 24. februára sa index EURO STOXX zvýšil o viac ako 3 % a v tomto období mierne stúpol aj Standard & Poor's 500 a Nikkei 225. Zdá sa, že toto zvýšenie cien akcií bolo podporené najmä ďalším podstatným zlepšením ziskovosti podnikov.

SILNÝ DOPYT DOMÁCNOSTÍ PO FINANČNÝCH PROSTRIEDKOCH

V roku 2004 sa zaznamenal silný dopyt domácností v oblasti financovania, čo odzrkadľuje

Graf 15 Dynamika trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a pôžičky v krajinách eurozóny

(priemerný medziročný rast v rokoch 1998 – 2003; v %)



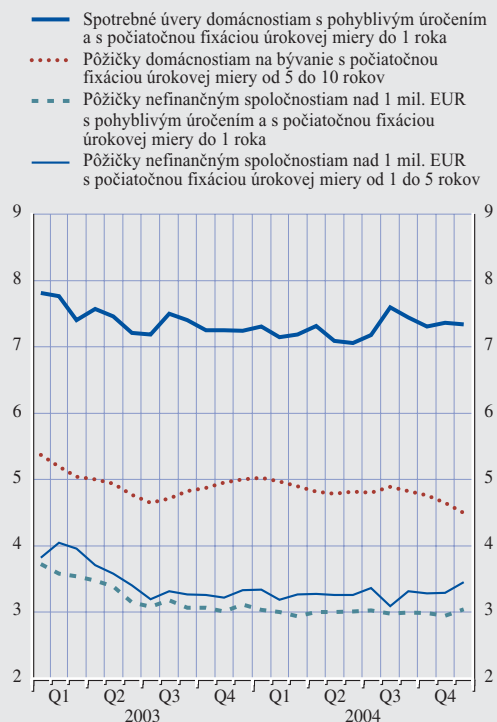
Zdroj: Výpočty ECB na základe údajov o pôžičkách PFI a posledných dostupných národných údajov o cenách nehnuteľností na bývanie.

skutočnosť, že ročná priemerná miera rastu úverov PFI sektoru domácností vzrástla na 7,8 %. Dynamika úverov domácnostiam v roku 2004 podporovaná najmä masívnym vzostupom dlhodobých úverov pokračovala v rastúcom trende nastúpenom v prvom štvrtroku 2002. V prvých troch štvrtrokoch 2004 dosahovala ročná miera rastu celkových úverov domácnostiam vyššiu úroveň ako miera rastu úverov domácnostiam poskytovaných PFI, čo znamená, že ostatné finančné inštitúcie si taktiež v celom rade krajín udržiavali vysokú mieru rastu v kontexte sekuritizácie hypotekárnych úverov na bývanie.

Dlhodobé úvery PFI domácnostiam boli zväčša úvermi na bývanie. Silnú dynamiku tohto segmentu podporoval rast cien nehnuteľností vo viacerých krajinách eurozóny dosahujúci v prvej polovici roka 2004 za eurozónu ako celok 7 % ročne. Dostupné údaje naznačujú, že rast pôžičiek domácnostiam na bývanie vo väčšine krajín vykazujúcich len umiernený vývoj v oblasti cien nehnuteľností stagnoval, zatiaľ čo v krajinách s prudkým rastom cien nehnuteľností bol tento vývoj výrazný (graf 15). Vo viacerých štátoch eurozóny vývoj cien nehnuteľností a financovania bývania pravdepodobne prispel k podpore rastu spotreby. Zvýšenie cien nehnuteľností zvýšilo požiadavky na ich financovanie, ale súčasne mohlo aj

Graf 16 Úrokové miery pôžičiek PFI domácnostiam a nefinančným spoločnostiam

(v % p. a.; hodnoty za nové obchody; okrem bankových prečerpaní; vážené¹⁾)



Zdroj: ECB.

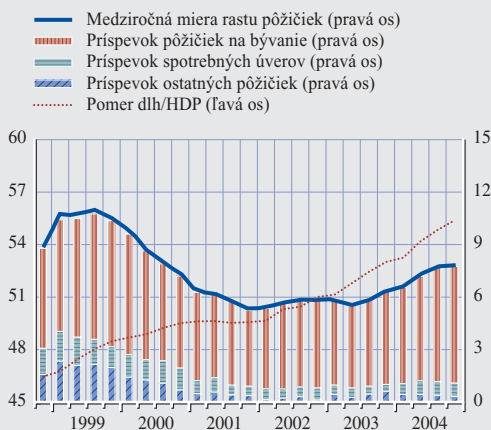
1) Od decembra 2003 sú vážené úrokové miery PFI vypočítavané z váh krajín vychádzajúcich z 12-mesačného pohyblivého priemerného objemu nových obchodov. V predchádzajúcom období (od januára 2003 do novembra 2003) sú vážené úrokové miery vypočítavané z váh krajín vychádzajúcich z priemerného objemu nových obchodov v roku 2003. Ďalšie informácie v boxe Analysing MFI interest rates at the euro area level, Mesačný bulletin ECB, august 2004.

pomôcť širšiemu prístupu domácností k úverom prostredníctvom vyššej hodnoty využiteľného kolaterálu. Silný rast úverov na bývanie samotný sa súčasne mohol stať faktorom zvyšovania cien nehnuteľností.

Faktorom, ktorý podporoval prudký rast úverov na bývanie, boli nízke náklady na financovanie týchto úverov, ktoré v roku 2004 ešte viac poklesli z uži tak nízkej úrovne v predchádzajúcich rokoch. V dôsledku tohto faktora sa nehnuteľnosti stali dostupné širšiemu okruhu záujemcov. Úrokové miery nových úverov na kúpu nehnuteľností s pevným úročením od päť do desať rokov v priebehu roka poklesli o 52 bázičných bodov

Graf 17 Pomer dlhu k HDP a rast pôžičiek domácností

(pomer dlh/HDP a medziročný rast v %; príspevok k medziročnej miere rastu v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Pomer dlhu k HDP je o niečo nižší na báze štvrtročných finančných účtov ako na báze ročných finančných účtov najmä preto, že nie sú zahrnuté pôžičky nefinančných sektorov a bánk mimo eurozóny.

a v decembri 2004 sa nachádzali na úrovni 4,49 % (graf 16). Tento vývoj odzrkadľoval tendencie porovnateľných úrokových mier strednodobých štátnych dlhopisov. Tiež sa zdá, že v roku 2004 sa domácnostiam dostupnosť financovania celkovo zlepšila. Výsledky prieskumu bankových úverov Eurosystemu naznačujú, že požiadavky bánk v oblasti schvaľovania úverov na nákup nehnuteľností sa v posledných troch štvrtrokoch 2004 do istej miery uvoľnili.

Roku 2004 taktiež vzrástla ročná miera rastu spotrebných úverov, aj keď z miernejšej úrovne a s istým oneskorením v porovnaní s vývojom v oblasti pôžičiek na bývanie. Toto posilnenie rastu spotrebných úverov môže odzrkadľovať postupné zlepšenie indikátora spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie v prostredí relatívne nízkych úrokových mier spotrebných úverov domácnostiam. Výsledky prieskumu Eurosystemu v oblasti úverov poskytovaných bankami taktiež naznačujú, že v priebehu roka 2004 sa spolu so zjednodušením podmienok úverovania zlepšila dostupnosť spotrebných úverov a iných pôžičiek.

ZVÝŠENIE ZADLŽENOSTI DOMÁCNOSTÍ

Väčšie tempo rastu pôžičiek domácnostiam vyústilo do ďalšieho mierneho zvýšenia pomeru dlhu domácností k HDP (graf 17). Rast tohto ukazovateľa čiastočne odráža posun smerom k prostrediu s cenovou stabilitou a nižšie úrokové miery vo viacerých krajinách eurozóny po prijatí eura. Zaťaženie domácností úvermi (t. j. pomer platených úrokov a splácanej istiny k disponibilnému príjmu) zotrvalo na relatívne nízkej hladine v dôsledku nízkej úrovne úrokových mier. Nízkú úroveň si napríklad v porovnaní s Veľkou Britániou a Spojenými štátmi taktiež zachoval pomer dlhu domácností eurozóny k HDP. Napriek tomu nemožno povedať, že by zvýšenie zadlženosti domácností nepredstavovalo nijaké riziko, pretože vo väčšej miere vystavuje domácnosti rizikám plynúcim zo zmien úrokových mier, príjmov alebo cien aktív. Vyššiemu riziku sú vystavené napríklad domácnosti, ktoré v situácii, keď úrokové miery boli na svojich historických minimách, financovali svoje hypotekárne úvery nízkymi počiatočnými úrokovými platbami, ale s premenlivými úrokovými sadzbami. Je len veľmi ťažké odhadnúť mieru tohto rizika, pretože napríklad podiel súčasného hypotekárneho zadlženia, ktoré môže byť vystavené riziku zmeny prevládajúcich úrokových mier, závisí od zmluvných podmienok jednotlivých hypotekárnych úverov. Tieto podmienky súvisia so štruktúrou hypotekárneho trhu v jednotlivých krajinách, kultúrnymi zvyklosťami a historickými faktormi rovnako ako s regulačnými zákonmi a fiškálnymi záležitosťami. Všetky tieto činitele sú v jednotlivých krajinách eurozóny značne odlišné.⁴

NÍZKE NÁKLADY VONKAJŠIEHO FINANCOVANIA NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ

Podmienky dlhového financovania nefinančných spoločností v eurozóne boli v priebehu roka 2004 aj naďalej veľmi priaznivé, čo odzrkadľovali aj trhové úrokové miery podnikových dlhopisov a úrokové miery bánk. Podniky ťažili z nízkych nákladov na dlhové financovanie

⁴ Podrobnejšie v boxe Features of mortgage contracts in the euro area v Mesačnom bulletinu ECB, november 2004.

a z vo všeobecnosti neobmedzeného prístupu k finančným zdrojom.

Čo sa týka financovania vo forme cenných papierov, nominálne aj reálne výnosy dlhopisov emitovaných nefinančnými spoločnosťami sa nachádzali na svojich historických minimách (graf 18). Reálne výnosy dlhopisov (tie možno považovať za ukazovateľ reálnych nákladov na financovanie predajom časti vlastníctva), ktoré zotrvali na mierne vyššej úrovni, než bol ich priemer od polovice 90. rokov, súčasne poklesli zo svojho maxima dosiahnutého v roku 2003.

Nízke náklady na financovanie prostredníctvom dlhopisov vyplývajú vo významnej miere z historicky nízkej hladiny úrokových mier vo všetkých pásmach splatností, ako aj z pozitívneho vnímania úverových rizík podnikov v eurozóne investormi. Spready medzi dlhopismi podnikov a štátnymi dlhopismi, najmä dlhopismi s ratingmi AA a BBB-, v roku 2004 opäť poklesli z už predtým nízkej úrovne. Tento vývoj možno vysvetliť vplyvom zásadných faktorov, ako je výrazný pokles volatility na finančných trhoch (pozri box 3: Spoločné trendy implikovanej volatility finančného trhu) a zlepšenie ziskovosti podnikov. Súčasne nemožno v kontexte nízkych úrokových mier vylúčiť ani možnosť, že pri prudkom poklese podnikových výnosov naďalej hrali svoju úlohu investori.

Pohľad na finančné náklady spojené s úvermi PFI, ktoré sú hlavnou formou dlhového financovania nefinančných spoločností, ukazuje, že úrokové miery PFI zostali v roku 2004 (po poklesoch v rokoch 2002 a 2003) v zásade stabilné (graf 16) a celkovo veľmi nízke.

V roku 2004 zrejme aj podniky mali ľahší prístup k bankovým úverom. Výsledky prieskumu

Graf 18 Ukazovatele trhových nákladov na financovanie nefinančných spoločností



Zdroj: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch a Consensus Economic Forecasts.

1) Výnosy z dlhopisov nefinančných spoločností sú založené na indexe investičného hostupňa nefinančných spoločností spracovaného Merrill Lynch, ako aj na indexe dlhopisov s vysokým výnosom. Do apríla 1998 sú k dispozícii len národné údaje (Belgicko, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Holandsko a Španielsko). Výnosy sú agregované použitím váh HDP zodpovedajúcim parite kúpnej sily v roku 2001. Nominálne výnosy sú deflované priemernými inflačnými očakávaniami publikovanými Consensus Economics Forecast na obdobie zodpovedajúce priemernej lehote splatnosti podnikových dlhopisov.

2) Výnosy z dividend sú definované ako ročné dividendy očakávané účastníkmi trhu vyjadrené ako percentuálny podiel z ceny akcií. Nominálne výnosy sú deflované HICP.

bankových úverov Eurosystemu naznačujú, že v prvej polovici roka došlo k postupnému znižovaniu čistého sprísňovania úverových podmienok pre podniky, čo v druhej polovici roka 2004 prešlo do čistého uvoľnenia týchto podmienok. Súčasne sa vyskytli isté rozdiely v oblasti nákladov na financovanie medzi veľkými podnikmi na jednej strane a strednými a malými podnikmi na strane druhej (box 4: Mali v roku 2004 malé a stredné podniky v eurozóne horšie podmienky na svoje financovanie ako veľké podniky?).

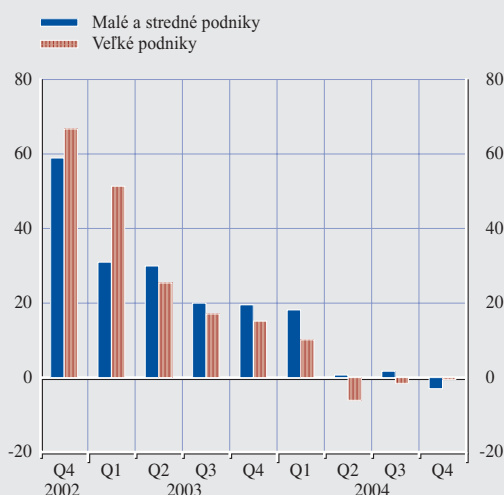
MALI V ROKU 2004 MALÉ A STREDNÉ PODNIKY V EUROZÓNE HORŠIE PODMIENKY NA SVOJE FINANCOVANIE AKO VEĽKÉ PODNIKY?

Malé a stredné podniky môžu vo všeobecnosti pociťovať väčšie obmedzenia, čo sa týka nákladov na financovanie a prístupu k finančným zdrojom, než veľké podniky. Na rozdiel od nich nie sú malé a stredné podniky zvyčajne schopné získavať zdroje na kapitálových trhoch, a preto sa musia spoliehať najmä na bankové úvery alebo na drahšie spôsoby vonkajšieho financovania (napr. obchodný úver, leasing, faktoring a pod.). Okrem toho možno predpokladať, že menšie firmy budú pri získavaní zdrojov vo všeobecnosti viac postihnuté problémami vyplývajúcimi z možného nedostatku informácií na strane veriteľov, pretože často ide o mladé podniky, na ktoré sa nekladú také prísne požiadavky v oblasti výkazníctva (t. j. ich účtovné výkazy nie sú také podrobné). Navyše malé a stredné podniky majú menej kolaterálu (t. j. fixných aktív), ktorým by za prípadné úvery mohli ručiť, čo by znížilo problém nedostatočných informácií, ako zavedené veľké podniky. Dôsledkom toho banky často aplikujú prísnejšie podmienky na úvery poskytované menším a mladším spoločnostiam, pretože majú o nich menej informácií.

Malé a stredné podniky taktiež často čelia vyšším nákladom na svoje financovanie (napríklad vyšším bankovým sadzbám) ako veľké podniky. Relatívne vyššie úrokové sadzby pre tieto firmy možno vysvetliť viacerými faktormi. Napríklad úvery môžu byť spojené s fixnými nákladmi, ktoré nie sú závislé od veľkosti úveru. Navyše menšie podniky môžu byť aj viac rizikové ako veľké spoločnosti s dlhodobou tradíciou (hoci diverzifikácia môže byť pre banky väčšia v prípade úverov malým podnikom). Navyše ak je na trhu nedostatok konkurencie v oblasti poskytovania úverov malým a stredným podnikom, nastane situácia, v ktorej si ich banky k sebe pripútajú, a tým spôsobia, že by týmto podnikom pri zmene banky vznikli príliš veľké náklady. Navyše vzhľadom na relatívne obmedzený prístup k vonkajšiemu financovaniu a s ním spojeným vyšším nákladom sa malé a stredné podniky tradične väčšmi spoliehajú na držbu v priemere väčšieho množstva likvidných aktív vo svojej súvahe. Keďže je však držba likvidných aktív nákladnejšia, môže to predstavovať dodatočné finančné zaťaženie týchto spoločností.¹

Graf A Zmeny úverových štandardov pre schvaľovanie úverov alebo úverových línií nefinančným spoločnostiam

(Čistá percentuálna hodnota)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Čistá percentuálna hodnota je vyjadrená rozdielom medzi súčtom percentuálnych hodnôt pre „značne sprísnené“ a „mierne sprísnené“ a súčtom percentuálnych hodnôt pre „mierne uvoľnené“ a „značne uvoľnené“.

¹ Podrobnejšie informácie o financovaní malých a stredných podnikov v Európe sa nachádzajú v materiáli Európskej investičnej banky: Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises, zv. 8, č. 2, 2003 a v materiáli Európskej komisie SMEs and access to finance, Observatory of European SMEs, 2003, č. 2.

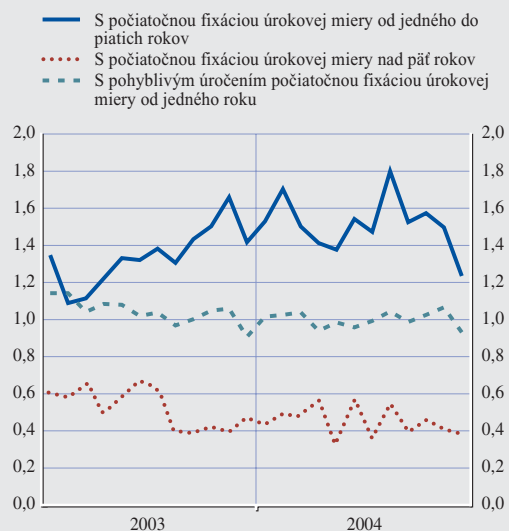
Na základe vyššie uvedených skutočností sa v poslednom období venovala zvýšená pozornosť podmienkam financovania malých a stredných podnikov v eurozóne. Prieskum bankových úverov Eurosystému, ktorý sa uskutočňuje štyrikrát za rok, poskytuje kvalitatívne informácie o podmienkach financovania malých a stredných podnikov a veľkých podnikov. Tieto prieskumy konkrétne zisťujú zmeny v oblasti úverových podmienok pre veľké podniky a malé a stredné podniky (graf A). Od posledného štvrtého roka 2002 vykazovali úverové podmienky pre malé a stredné podniky v zásade veľmi podobný priebeh postupného poklesu čistého sprísňovania. Úverové podmienky pre veľké podniky mali v priemere tendenciu k mierne nižšej prísnosti a od druhého štvrtého roka 2004 sa dokonca uvoľnili (v čistom vyjadrení). V štvrtom štvrtého roka 2004 čisté sprísňovanie úverových podmienok pre malé a stredné podniky ďalej klesalo a po prvý raz od začatia týchto prieskumov sa úverové podmienky uvoľnili.

Zavedenie novej štatistiky úrokových mier PFI v januári 2003 umožňuje porovnávať úrokové sadzby aplikované na úvery rôznych objemov (nad a pod 1 mil. EUR).² Za predpokladu, že úvery nad jeden milión EUR využívajú v prevažnej miere veľké podniky, nám porovnanie úrokových mier na úvery s rôznym objemom môže poskytnúť isté informácie o nákladoch malých a stredných podnikov na ich financovanie oproti nákladom veľkých podnikov. Ide prirodzene len o veľmi hrubé porovnanie. V priebehu obdobia od januára 2003 do decembra 2004 úroveň úrokových mier malých úverov PFI (meraná ako úrokové sadzby úverov PFI do jedného milióna EUR poskytnuté nefinančným spoločnostiam) bola o 0,4 až 1,8 percentuálneho bodu vyššia ako úrokové miery veľkých úverov PFI (meraná ako úrokové sadzby aplikované na úvery PFI nad jeden milión EUR poskytnuté nefinančným spoločnostiam) (graf B). Celkovo možno konštatovať, že v období od januára 2003 sa rozdiel medzi malými a veľkými úvermi zmenil iba mierne. Podrobnejší pohľad na posledný vývoj ukazuje, že v roku 2004 sa spread medzi úrokovými mierami malých a veľkých úverov mierne znížil v prípade úverov s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby od jedného do piatich rokov (o 10 základných bodov) a v prípade úverov s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby nad päť rokov (15 základných bodov), v prípade úrokových mier na úvery s premenlivým úročením a na úvery s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby do jedného roka zostal tento spread zhruba nezmenený.

Na základe dostupných informácií je ťažké vyvodiť konkrétne závery. Hoci náklady na financovanie malých a stredných podnikov zostali v porovnaní s veľkými podnikmi relatívne vysoké, vývoj v roku 2004 prebiehal pre malé aj pre veľké spoločnosti zhruba rovnako. Súčasne sú náznaky, že prístup k financovaniu malých a stredných podnikov sa v tomto období významne zlepšil.

Graf B Spready úrokových mier PFI medzi malými a veľkými úvermi nefinančným spoločnostiam^{1), 2)}

(v percentuálnych bodoch; nové prevádzkové úvery)



Zdroj: ECB.

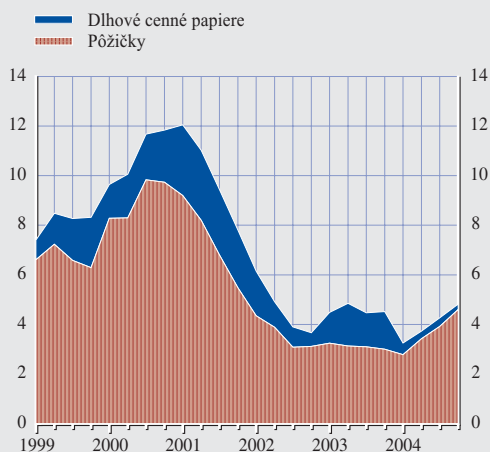
1) Od decembra 2003 sú vážené úrokové miery PFI počítané pomocou váh krajín založených na 12-mesačnom kľzavom priemere objemu nových úverov. Za predchádzajúce obdobie od januára 2003 do novembra 2003 sú vážené úrokové miery PFI počítané pomocou váh krajín založených na priemerných objemoch nových úverov v roku 2003. Ďalšie informácie v boxe Analysing MFI interest rates at the euro area level, Mesačný bulletin ECB, august 2004.

2) Malé úvery sú úvery do 1 mil. EUR a veľké nad 1 mil. EUR.

2 Tiež box 13 Finančná integrácia úverového trhu eurozóny v tejto výročnej správe.

Graf 19 Príspevok k medziročnej miere rastu dlhu nefinančných spoločností

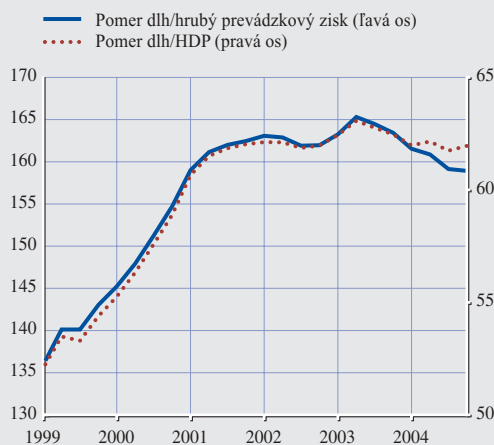
(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

Graf 20 Bilančné ukazovatele nefinančných spoločností

(v %)



Zdroj: ECB, Eurostat.

Poznámka: Údaje za štvrtý štvrťrok 2004 sú odhadom na základe transakcií vykazovaných v peňažných a bankových štatistikách a v štatistikách emisií cenných papierov. Pomer dlhu k HDP je o niečo nižší na báze štvrtročných finančných účtov ako na báze ročných finančných účtov najmä preto, že nie sú zahrnuté pôžičky nefinančných sektorov a bánk nepatriacich do eurozóny.

OBMEDZENÉ VYUŽÍVANIE CUDZÍCH ZDROJOV FINANCOVANIA V ROKU 2004

I napriek priaznivým podmienkam využívali nefinančné spoločnosti v roku 2004 cudzie zdroje na svoje financovanie len v obmedzenej miere. Ročná miera rastu dlhového financovania sa na konci roka 2004 nachádzala na úrovni 4,8 %, čo je o niečo viac ako 4,5 % v roku 2003. V druhej polovici roka 2004 sa jej tempo rastu trochu zrýchlilo dôsledkom rastu úverového financovania (graf 19). Ročná miera rastu úverov PFI nefinančným spoločnostiam sa pritom zvýšila z 3,5 % na konci roka 2003 na 5,4 % na konci roka 2004. Miera rastu čistej emisie dlhových cenných papierov nefinančnými spoločnosťami sa však v roku 2004 nachádzala na výrazne nižšej úrovni ako v roku 2003, pričom od konca roka 2003 do konca roka 2004 poklesla z 10,5 % na 2,4 %.

Skutočnosť, že dlhové financovanie zotrvalo celkovo na umiernennej úrovni, môže vyplývať z viacerých faktorov. Po prvé, zlepšenie ziskovosti podnikov, a to prinajmenej najväčších

spoločností zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX (graf 14), ku ktorému došlo vďaka zvýšeným vnútorným úsporám, mohlo viesť k vyššej stimulácii podnikov znižovať svoje celkové dlhové zaťaženie. Po druhé, relatívne pomalý rast dlhového financovania môže odrážať postupný charakter súčasného hospodárskeho oživenia. Zdá sa, že k financovaniu ďalších veľkých kapitálových investícií zaujali podniky opatrný a vyčkávací prístup.

Rok 2004 taktiež zaznamenal spomalenie nepriameho financovania nefinančných spoločností prostredníctvom sektora nepeňažných finančných inštitúcií. Tento sektor zahŕňa finančné dcérske spoločnosti nefinančných inštitúcií, účelovo kreované spoločnosti a iné spoločnosti, ktoré získavajú zdroje v mene bánk.

Ročná miera rastu čistej emisie dlhových cenných papierov nepeňažnými finančnými inštitúciami poklesla z 22,3 % na konci roka 2003 na 13,2 % na konci roka 2004. Napriek

tomuto vývoju však ostala v porovnaní s emisiou v iných sektoroch na vysokej úrovni.

Ročná miera rastu emisií kótovaných akcií nefinančných inštitúcií v eurozóne na konci roka 2004 bola 0,9 % a zostala zhruba v súlade s veľmi nízkou úrovňou pozorovanou v predchádzajúcich dvoch rokoch. Nízky objem financovania sa emisiou akcií je dôsledkom relatívne nízkeho dopytu po vonkajšom financovaní a veľmi nízkych nákladov na ostatné zdroje financovania. Nízka miera čistých emisií kótovaných akcií je taktiež do istej miery odrazom viacerých štrukturálnych javov, napríklad rušenia burzového kótovania či skupovania vlastných akcií. Tieto transakcie v zásade uskutočňujú podniky, ktoré vyprodukovali dostatočné zisky, ktoré môžu reinvestovať do svojho podnikania a za ktoré môžu skupovať svoje akcie.

Priaznivé podmienky financovania v roku 2004 viedli aj k zlepšeným výsledkom v súvahách firiem (graf 20). Z historického hľadiska zotrvali koeficienty zadlženosti podnikov na dosť vysokej hladine. Dôsledkom všeobecného poklesu úrokových mier PFI však tento jav v posledných rokoch nevyústil do výrazne vyššej úrovne nákladov na obsluhu dlhu nefinančných spoločností.

2.3. VÝVOJ CIEN

Celková inflácia HICP dosiahla v roku 2004 priemernú úroveň 2,1 %, čo je rovnaká úroveň ako v predchádzajúcom roku (tabuľka 1). Vyššie ceny ropy a ďalšie zvýšenie nepriamych daní a regulovaných cien boli hlavnými faktormi vyvolávajúcimi tlak na zvyšovanie cien. Vplyv týchto faktorov bol kompenzovaný ďalším posilnením eura, útlmom dopytu a podstatným znížením ročnej miery rastu cien nespracovaných potravín. Napriek značnému vplyvu vývoja cien ropy na zvyšovanie spotrebiteľských cien v eurozóne len málo signálov naznačovalo vznik silnejších inflačných tlakov v hospodárstve eurozóny. Ceny výrobcov v roku 2004 medziročne vzrástli na priemernú úroveň 2,3 % v porovnaní s 1,4 % v roku 2003, najmä v dôsledku zvýšenia cien energií a medziproduktov. Vyskytli sa však len malé náznaky výraznejšieho prenosu zvyšovania cien do následných etáp výrobného reťazca. Podobne zvyšovanie cien zostalo v roku 2004 pod kontrolou, v prostredí pokračujúceho mierneho rastu a vývoja na trhu práce.

Celková inflácia HICP klesla v januári 2005 na 1,9 %, čo predstavuje pokles o 0,5 percentuálneho bodu v porovnaní s decembrom 2004. Tento pokles sa vzťahoval na mnohé zložky inflácie a čiastočne bol spôsobený bázičným

Tabuľka 1 Vývoj cien

(medziročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2004 Dec.	2005 Jan.
HICP a jeho zložky										
Celková inflácia	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energie	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Spracované potraviny	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Nespracované potraviny	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Priemyselné tovary bez energií	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Služby	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
Ostatné cenové a nákladové indikátory										
Ceny priemyselných výrobcov ¹⁾	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Ceny ropy (v EUR za barel) ²⁾	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Ceny komodít ³⁾	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Zdroj: Eurostat, Thomson Financial Datastream a Hamburg Institute of International Economics.

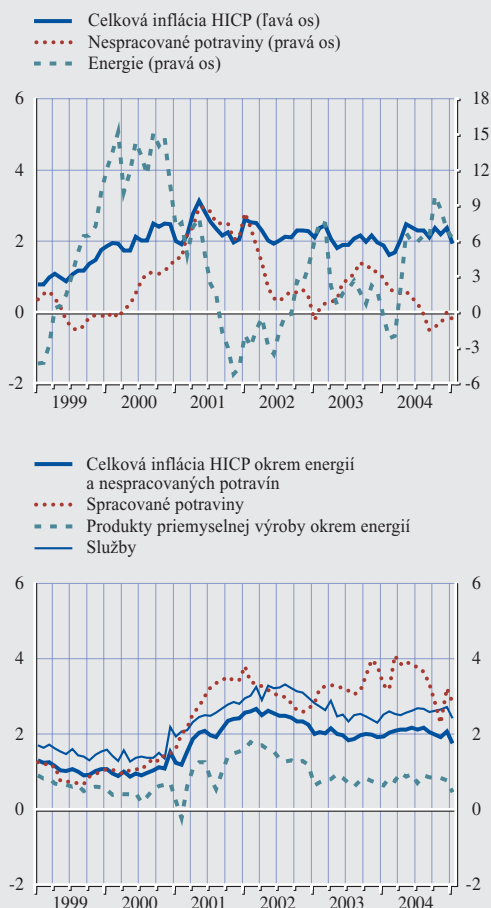
1) Bez stavebníctva.

2) Brent Blend (pre jednomesačné termínované dodávky).

3) Bez energií. V eurách.

Graf 21 Štruktúra inflácie HICP: hlavné zložky

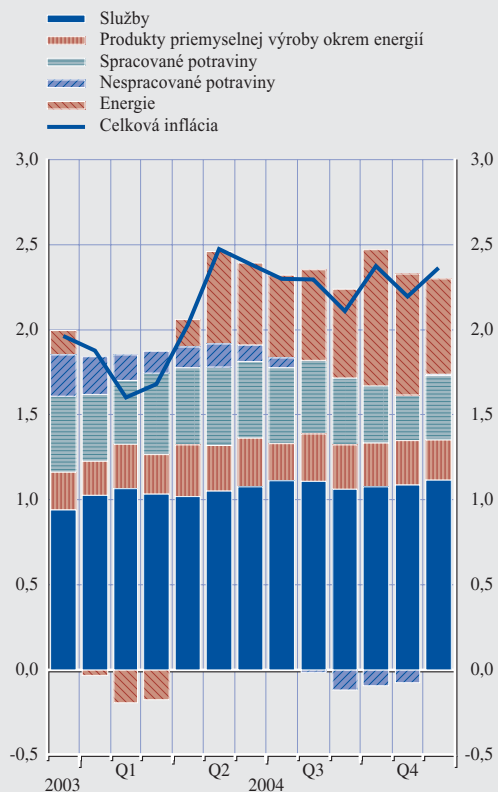
(medziročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

Graf 22 Inflácia HICP: príspevky jednotlivých zložiek

(ročné príspevky v percentuálnych bodoch; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V dôsledku zaokrúhľovania súčet zložiek nemusí presne zodpovedať celkovej inflácii.

efektom. Súčasne odrážal ďalšie priaznivé vplyvy zníženia medziročnej miery rastu cien energií v eurách, pokles cien nespracovaných potravín a v niektorých krajinách eurozóny výraznejšie zníženie cien v rámci výpredajov.

CELKOVÁ INFLÁCIA OVPLYVNENÁ VOLATILNÝMI ZLOŽKAMI

Vývoj celkovej inflácie v roku 2004 možno z väčšej miery vysvetliť volatilnými zložkami HICP, najmä cenami energií a v menšej miere nespracovaných potravín (graf 21).

Ceny ropy boli v roku 2004 vyššie, ako sa očakávalo. Priemerná cena za barel ropy brent v eurách bola v decembri o 25 % vyššia ako decembri 2003 (viac informácií o vplyve cien nafty na hospodárstvo eurozóny je v boxe 5). To vyvolalo výrazný priamy tlak na zvyšovanie spotrebiteľských cien energií v eurozóne, ktoré sa v priemere zvýšili v roku 2004 o 4,5 % po 3,0 % v roku 2003. Ich príspevok 0,4 percentuálneho bodu k priemernej ročnej miere inflácie v roku 2004 bol najvyšší za posledné štyri roky (graf 22).

Celková inflácia vyvolaná silnými základnými efektmi energií v rámci zložiek HICP poklesla v prvom štvrtroku 2004 približne na 1,7 % v medziročnom vyjadrení. Potom začala stúpať v súlade s neočakávanými zvýšeniami cien energií a vrchol na úrovni 2,5 % dosiahla v máji. Tento tlak na zvyšovanie vo veľkej miere kompenzuje zmierňujúci vplyv cien nespracovaných potravín, v prípade ktorých priemerná ročná miera rastu poklesla z 2,1 % v roku 2003 na 0,6 % v roku 2004. Počas leta a jesene ceny nespracovaných potravín tlmené priaznivými poveternostnými podmienkami mali zmierňujúci vplyv na celkový vývoj HICP. Inflácia HICP však zostala mierne nad 2 % až do konca roka.

V roku 2004 pôsobili aj ďalšie zdroje vonkajších inflačných tlakov. V prvej polovici roka sa výrazne zvýšili najmä ceny neropných komodít, potom sa zmiernili. Výrazné zhodnotenie eura však sčasti kompenzovalo inflačný vplyv cien ropných, ako aj neropných komodít.

Zostávajúce menej volatilné zložky HICP prispeli k určitému pretrvávaniu celkovej

inflácie v roku 2004, najmä vďaka vývoju nepriamych daní a regulovaných cien. Tak ako v roku 2003, vo viacerých krajinách eurozóny sa uskutočnilo ďalšie zvýšenie daní z tabaku, ktoré prispelo k značnému tlaku na rast cien spracovaných potravín. Ceny spracovaných potravín sa preto v roku 2004 zvýšili o 3,4 % v porovnaní s 3,3 % v roku 2003. Ročná miera zmeny cien neenergetických priemyselných tovarov dosiahla v roku 2004 0,8 %, bez zmeny od roku 2003. Poklesu tejto zložky zabránilo zvýšenie regulovaných cien, najmä tovaru zdravotnej starostlivosti a farmaceutických výrobkov. Podobne opatrenia vlády zamerané na regulované ceny v oblasti zdravotnej starostlivosti spôsobili podstatné zvýšenie cien lekárskejších, zubárskych a nemocničných služieb. Tie boli dôvodom zvýšenia celkového rastu cien služieb z 2,5 % v roku 2003 na 2,6 % v roku 2004. K nárastu cien služieb ako celku, i keď v menšej miere, prispel aj vplyv cien energií na rast dopravných nákladov. V boxe 5 sa podrobne opisuje vplyv vývoja cien ropy na hospodárstvo eurozóny.

Box 5

CENY ROPY A HOSPODÁRSTVO EUROZÓNY

V tomto boxe sa opisuje vývoj cien ropy v roku 2004 a jeho vplyv na hospodárstvo eurozóny. V úvode je rast cien ropy v roku 2004 začlenený do historickej perspektívy. Ďalej sú opísané cesty, ktorými ceny ropy vplyvajú na infláciu eurozóny a vývoj HDP. Na záver sa uvádza predbežná kvantifikácia vplyvov zvýšenia cien ropy so zdôraznením, že niektoré vplyvy nemožno zachytiť v modeloch.

Vývoj cien ropy z dlhodobejšieho hľadiska

Počas roku 2004 nominálne ceny ropy v USD vzrástli na rekordné úrovne. Existujú však veľké rozdiely medzi týmto nárastom a predchádzajúcimi ropnými cenovými šokmi. Po prvé, zvýšenie v roku 2004 bolo podstatne menšie ako zvýšenie zaznamenané počas iných veľkých ropných šokov (pozri tabuľku). Cena ropy brent bola v roku 2004 v priemere o 33 % vyššia ako v roku 2003. I tak sa v dôsledku celkového zhodnotenia eura voči americkému doláru ceny ropy v eurách zvýšili v roku 2004 o 20 %. Po druhé, ceny ropy po zohľadnení inflácie,

Rast cien ropy brent vo vybraných obdobiach

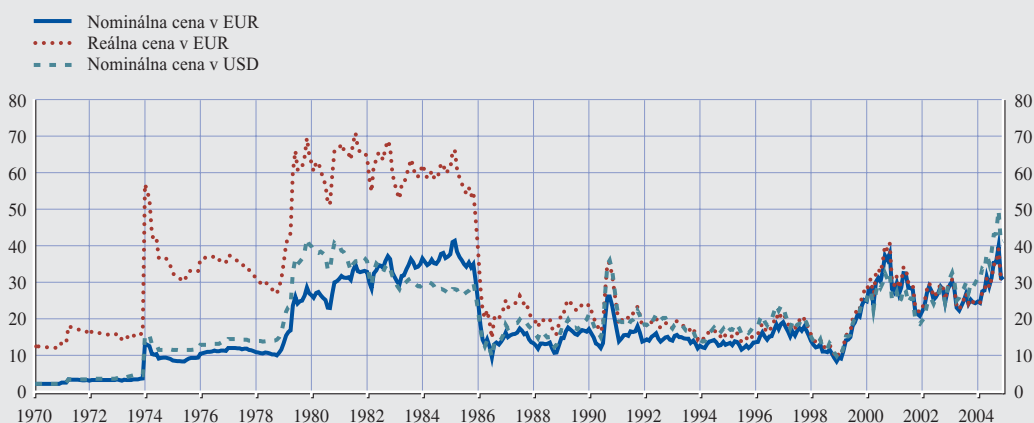
(percentuálna zmena ročného priemeru)

	1973 – 1974	1978 – 1979	1999 – 2000	2003 – 2004
V USD	204	125	60	33
V EUR	210	110	84	20

Zdroj: MMF a výpočty ECB.

Graf A Ceny ropy brent

(za barel)



Zdroj: MMF a výpočty ECB.

Poznámka: Reálne ceny ropy umožňujú porovnávať vplyv vývoja cien ropy na kúpnu silu v jednotlivých rokoch. Vypočítavajú sa deflovaním nominálnych cien ropy použitím HICP za eurozónu, pričom ako základ slúži december 2004. Cenové údaje spred roka 1990 sa vzťahujú k národným údajom CPI.

t. j. reálne ceny, boli v roku 2004 podstatne nižšie ako počas predchádzajúcich období vysokých cien (graf A). Po tretie, faktory, ktoré pôsobili na rast cien v roku 2004 boli tiež odlišné ako pri predchádzajúcich ropných šokoch. Na rozdiel od zvýšení cien ropy v rokoch 1973, 1979, 1990 a 1999, ktoré boli spôsobené hlavne veľkými poruchami v zásobovaní ropou, na rast v roku 2004 mali vplyv mnohé faktory. Tieto faktory zahŕňajú rastúci dopyt po rope, ktorý prekonával očakávania, klesanie globálnej rezervnej kapacity a obavy v rámci zabezpečenia dodávok z viacerých krajín produkujúcich ropu.

Premietnutie zmien cien ropy do inflácie eurozóny

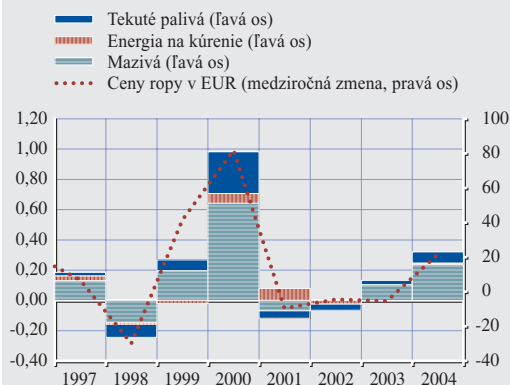
Pri analýze vplyvu zvýšenia cien ropy na ceny eurozóny treba rozlišovať medzi priamymi, nepriamymi a sekundárnymi účinkami.¹ Po prvé, priame účinky predstavujú vplyv zmeny ceny ropy na celkový HICP prostredníctvom priameho vplyvu na spotrebiteľské ceny energie. Energie predstavujú 8 % z celkového HICP a vykazujú vysokú koreláciu s cenami ropy v eurách. Graf B znázorňuje vplyv najdôležitejších položiek energie súvisiacich s ropou na celkovú ročnú mieru inflácie HICP a zároveň vývoj cien ropy. Z grafu vyplýva, že priamy účinok sa prejaví do roka od zvýšenia ceny ropy.

Po druhé, nepriame účinky znamenajú možnosť, že ropný cenový šok môže mať okrem priamych účinkov, t. j. zvýšením nákladov na energetické vstupy, vplyv na ceny všetkých ostatných tovarov a služieb. To môže viesť k všeobecnejšiemu zvýšeniu cien, hoci to závisí aj od miery, do akej ziskové marže dokážu absorbovať zvyšovanie nákladov. Graf C ako príklad znázorňuje nepriamy účinok prostredníctvom služieb v oblasti dopravy ako zložiek HICP. Vplyv týchto zložiek na celkovú infláciu HICP sa zvykne zvyšovať s určitým oneskorením za zvýšením cien ropy. Treba však uviesť, že na tieto zložky majú vplyv aj ďalšie faktory, a zároveň zmeny cien ropy nepriamo vplývajú aj na ostatné zložky HICP.

¹ Pozri tiež článok „Oil prices and the euro area economy“ v Mesačnom bulletinu ECB, november 2004 a box „Recent oil price developments and their impact on euro area prices“ v Mesačnom bulletinu ECB, júl 2004.

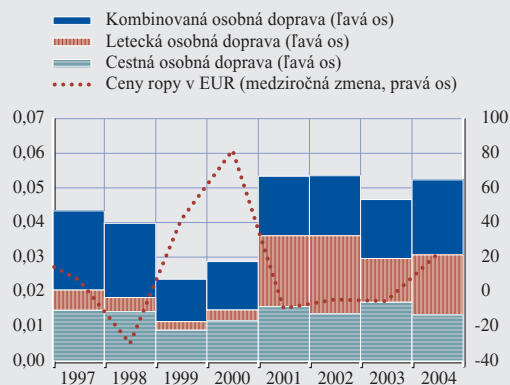
Graf B Ceny ropy a príspevok jednotlivých druhov energií k inflácii HICP

(príspevok v percentuálnych bodoch, ak nie je uvedené inak)



Graf C Ceny ropy a príspevok jednotlivých druhov dopravy k inflácii HICP

(príspevok v percentuálnych bodoch, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Eurostat, Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

Po tretie, sekundárne účinky predstavujú možnosť, že ropný šok môže mať okrem priamych a nepriamych účinkov uvedených vyššie ďalší vplyv na infláciu, pretože môže viesť k vyšším mzdovým nárokom na kompenzáciu poklesu reálnych príjmov. Tieto sekundárne účinky zvyčajne nastávajú s oneskorením. Prejavenie sa sekundárnych účinkov zvyčajne závisí okrem očakávaní týkajúcich sa dĺžky trvania šoku od toho, či ekonomické prostredie, najmä situácia na trhu práce podporuje vyššie mzdové nároky. Sekundárne účinky spojené s ropným šokom zostali v roku 2004 pod kontrolou v dôsledku cyklickej pozície hospodárstva eurozóny a podmienok na trhu práce. Nižšia indexácia miezd ako v 70. a 80. rokoch minulého storočia mohla tiež prispieť k zníženiu úlohy inflácie v procese tvorby miezd.

Premietnutie zmien cien ropy do rastu produkcie eurozóny

Ropné šoky vplyvajú na reálne hospodárstvo predovšetkým dvoma cestami. Po prvé prostredníctvom ponuky, keďže ropa je dôležitým vstupným faktorom výrobného procesu. Zvýšenie ceny ropy znamená najmä v krátkodobom horizonte zvýšenie výrobných nákladov, keďže možnosti náhrady ropy inými energetickými zdrojmi sú obmedzené. V dôsledku zvýšenia ceny ropy môže klesnúť úroveň objemu produkcie, čo môže tiež znamenať nižší dopyt po ostatných výrobných faktoroch, napríklad pracovnej sile. Po druhé prostredníctvom dopytu, keďže zvýšenie cien ropy znamená zhoršenie výmenných relácií čistých dovozov ropy, akým je aj eurozóna. Výsledný pokles reálnych príjmov vyústi do nižšieho domáceho dopytu, ak nie je kompenzovaný znížením úspor alebo zvýšením pôžičiek. Účinky ropného cenového šoku sa prenášajú aj mnohými ďalšími cestami, ktoré sa ťažšie merajú, napríklad prostredníctvom dôvery alebo akciových trhov.

Kvantifikácia vplyvu zvýšenia cien ropy na základe modelov

Vplyv zvýšenia cien ropy zaznamenaného v poslednom roku na infláciu a vývoj reálneho HDP eurozóny možno aproximovať použitím rôznych modelov. Tieto odhady vo všeobecnosti predpokladajú, že 20 % zvýšenie cien ropy zvyšuje infláciu eurozóny o približne 0,2 percentuálneho bodu v prvom roku, s ďalším očakávaným vplyvom asi 0,1 percentuálneho bodu v nasledujúcich

dvoch rokoch. Čo sa týka vývoja reálneho HDP, odhadovaný účinok by mal byť okolo -0,1 až -0,3 percentuálneho bodu v prvom roku a len nepatrný v druhom a treťom roku.²

Výsledky simulácie však nemožno brať doslovne. Na jednej strane treba mať na pamäti viaceré riziká, napríklad možnú existenciu nelinearity a asymetrie, ako aj skutočnosť, že modely nezahŕňajú všetky možné transmisné kanály. Na druhej strane treba uviesť, že zo štrukturálneho hľadiska viaceré faktory naznačujú, že hospodárstvo eurozóny sa v posledných rokoch stalo odolnejším voči ropným šokom, čo vedie k tomu, že modelové simulácie by mohli preceniť tento vplyv. Predovšetkým v porovnaní so 70-tymi rokmi intenzita produkcie a podiel spotreby ropy na celkovej spotrebe energií v eurozóne výrazne poklesli. Ďalej sa zdá, že trh práce, výrobkov a služieb sa stal flexibilnejší a umožňuje hladšie a rýchlejšie prerozdelenie zdrojov, čo by malo znižovať vplyv ropného šoku na hospodárstvo. Pri určovaní vplyvu zvyšovania cien ropy na hospodárstvo eurozóny hrá dôležitú úlohu aj dôveryhodnosť a reakcia novej politiky, preto je kvantifikácia tohto účinku neistá.

Evidentne však existuje potreba ďalších štrukturálnych reforiem na zvýšenie schopnosti hospodárstva eurozóny bezproblémovojsie a rýchlejšie sa prispôbiť budúcim šokom. Veľmi prospešné by bolo najmä zvýšenie efektívnej konkurencie v energetickom sektore, čo by umožnilo zvládnuť vyššie ceny ropy bez väčších deformácií. Nie je preto vhodné kompenzovať zvýšenie cien ropy fiškálnymi opatreniami, napríklad znížením daní, keďže by to mohlo zvýšiť súčasné deformácie v rozdeľovaní zdrojov, a tak zabrániť hospodárskym subjektom prispôbiť sa tomuto externému šoku.

² Ďalšie informácie sú v článku uvedenom v poznámke pod čiarou 1.

DYNAMICKÉ CENY NEHNUTEĽNOSTÍ NA BÝVANIE

Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne, ktoré nie sú zahrnuté do merania HICP, pokračovali v roku 2004 v silnom raste a v prvej polovici roka 2004 sa zvýšili o 6,9 % v porovnaní s prvou polovicou roka 2003. Toto číslo zakrýva rozdielny vývoj v jednotlivých krajinách eurozóny, s dvojciferným zvýšením v Španielsku, Írsku, Francúzsku a Taliansku a malým znížením v Nemecku. Dostupné údaje za druhý polrok 2004 naznačujú, že pokračovalo výrazné zvyšovanie cien, čím sa rok 2004 stal štvrtým za sebou idúcim rokom, v ktorom ceny nehnuteľností na bývanie rástli o približne 6 – 7 % (graf 23). Toto obdobie trvalého a silného rastu však nasleduje za obdobím relatívne miernych zvýšení (o menej ako 3 %) počas polovice 90. rokov.

ZVÝŠENIE SPOTREBITEĽSKÝCH CIEN NA ZÁKLADNÝCH STUPŇOCH VÝROBNÉHO REŽAZCA

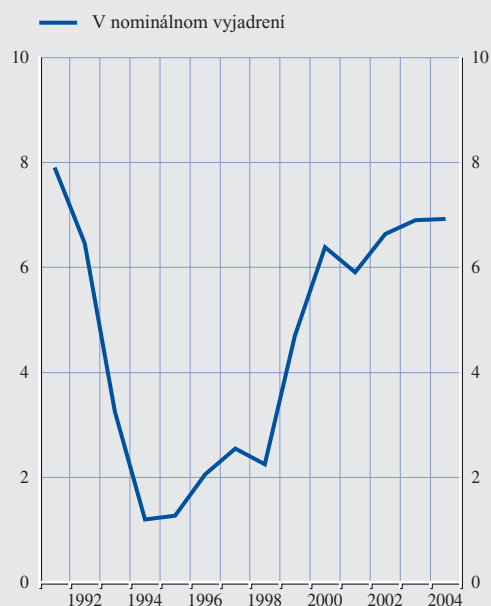
Celková ročná miera rastu cien priemyselných výrobcov v eurozóne (okrem stavebníctva)

sa v priebehu roku 2004 stále zvyšovala (graf 24). Zvýšenie získalo na intenzite v druhom štvrtroku a bolo vyvolané najmä cenami energií a medziproduktov. To je v súlade s rastúcimi cenami ropných a neropných komodít, ktoré vyvolávali tlak na ceny vstupov na základných stupňoch výrobného reťazca. Ceny medziproduktov sa v priemere zvýšili o 3,5 % v roku 2004 v porovnaní s 0,8 % v roku 2003.

Existuje však málo signálov vzniku väčšieho tlaku na ceny na vyšších stupňoch výrobného reťazca. Ceny výrobcov spotrebného tovaru v priemere stúpili o 1,3 %, čo je stále pod ich historickým priemerom, ale nad priemerným nárastom 1,1 % v roku 2003. Výrazný podiel na zvýšení cien výrobcov spotrebného tovaru od roku 2003 do roku 2004 malo zvýšenie dane z tabaku. Keďže vo všeobecnosti trvá dlhšie, kým sa tlak zo zvýšenia cien vstupov premietne do výrobného reťazca, posunutý účinok zvýšenia cien komodít zaznamenaného na základných stupňoch výroby na ceny výrobcov spotrebného

Graf 23 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne

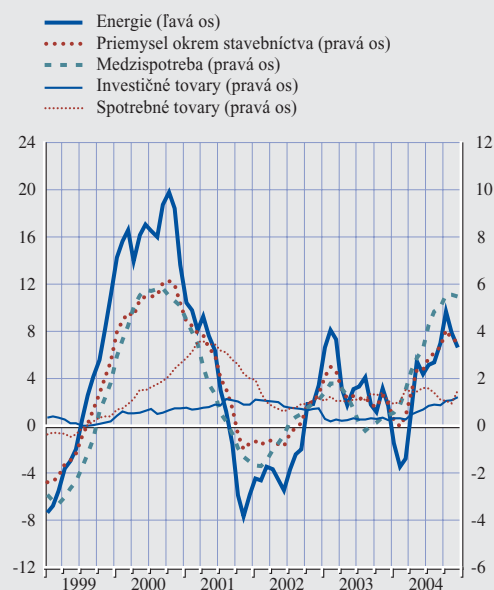
(medziročná percentuálna zmena; ročné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB na základe neharmonizovaných národných údajov.
Poznámka: Údaje za rok 2004 sú za prvý polrok.

Graf 24 Štruktúra cien priemyselných výrobcov v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

tovaru možno len začal a získa na intenzite na začiatku roku 2005. Podmienky útlmu dopytu však môžu zabrániť, aby firmy prenášali zvýšenie cien energií a medziproduktov do ďalších stupňov výroby.

MIERNY VÝVOJ CIEN PRÁCE V ROKU 2004

Ukazovatele nákladov práce v eurozóne sa v roku 2004 ďalej zmierňovali v porovnaní s poslednými rokmi (tabuľka 2). Rast odmény na zamestnanca vykazoval v prvej polovici roku 2004 pokles,

s priemernou ročnou mierou rastu 2,2 % v porovnaní s 2,4 % v roku 2003. Tento pokles nastal všeobecne vo všetkých hlavných sektoroch hospodárstva (graf 25), hoci o niečo silnejšie sa prejavil v trhovno orientovaných službách. Dostupné údaje o odmene na zamestnanca v prvej polovici roku 2004 poukazujú na ďalšie zmiernenie rastu miezd. To naznačujú aj ďalšie ukazovatele nákladov práce. Ročná miera rastu dojednaných miezd sa v roku 2004 dostala na úroveň 2,2 % v porovnaní s 2,4 % v roku 2003.

Tabuľka 2 Ukazovatele nákladov práce

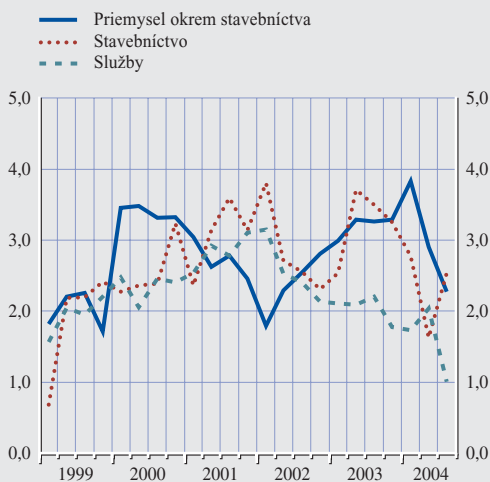
(medziročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Dojednané mzdy	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Hodinové náklady práce spolu	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Hrubé mesačné zárobky	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Odmena na zamestnanca	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Produktivita práce	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Jednotkové náklady práce	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Zdroj: Eurostat, národné údaje a výpočty ECB.

Graf 25 Odmena na zamestnanca podľa sektorov

(medziročná percentuálna zmena; štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

sekundárnych účinkov vyšších cien ropy. Ročná miera rastu hodinových nákladov práce sa v roku 2004 tiež postupne znižovala a dosiahla výrazne nižší priemer ako v roku 2003. Vývoj miezd bol v roku 2004 naďalej tlmený, pri pokračujúcom miernom raste reálneho HDP a obmedzenom tlaku na trhoch práce eurozóny.

Mierny rast miezd spolu s oživením rastu produktivity na priemernú hodnotu 1,4 % v prvých troch štvrťrokoch 2004 viedli k výraznému poklesu rastu jednotkových nákladov práce. Jednotkové náklady práce sa v prvých troch štvrťrokoch 2004 zvýšili v priemere o 0,5 % v porovnaní s 2,0 % v roku 2003.

2.4. VÝVOJ PRODUKcie, DOPYTU A TRHU PRÁCE

POKRAČOVANIE HOSPODÁRSKEHO OŽIVENIA V ROKU 2004

Oživenie hospodárskej činnosti v eurozóne, ktoré začalo v druhej polovici roku 2003, pokračovalo aj v roku 2004. Celkový rast HDP v roku 2004

Neoficiálne údaje z dohôd o dojednaní miezd podpísaných v období do konca roku 2004 vo viacerých krajinách eurozóny nenaznačujú vznik

Tabuľka 3 Štruktúra reálneho HDP

(percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak; sezónne očistené)

	Ročná miera rastu ¹⁾					Štvrťročná miera rastu ²⁾							
	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Reálny hrubý domáci produkt	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
<i>z toho</i>													
Domáci dopyt	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Súkromná spotreba	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Spotreba verejnej správy	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Zmeny zásob ^{3), 4)}	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Čistý vývoz ⁵⁾	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Vývoz ⁵⁾	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Dovoz ⁵⁾	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Reálna hrubá pridaná hodnota													
<i>z toho</i>													
Priemysel bez stavebníctva	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Stavebníctvo	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Výhradne trhové služby ⁶⁾	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Percentuálna zmena v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka.

2) Percentuálna zmena v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom.

3) Ako príspevok k rastu reálneho HDP; v percentuálnych bodoch.

4) Vráťane akvizícií mínus poskytnuté cennosti.

5) Vývoz a dovoz tovarov a služieb vrátane cezhraničného obchodu v rámci eurozóny. Keďže údaje za dovoz a vývoz v národných účtoch nie sú očistené o obchod v rámci eurozóny, nie sú plne porovnateľné s údajmi platobnej bilancie.

6) Zahŕňa obchod, dopravu, opravy, hotely a reštaurácie, telekomunikácie, finančné služby, služby podnikom, služby v oblasti nehnuteľností a prenájom.

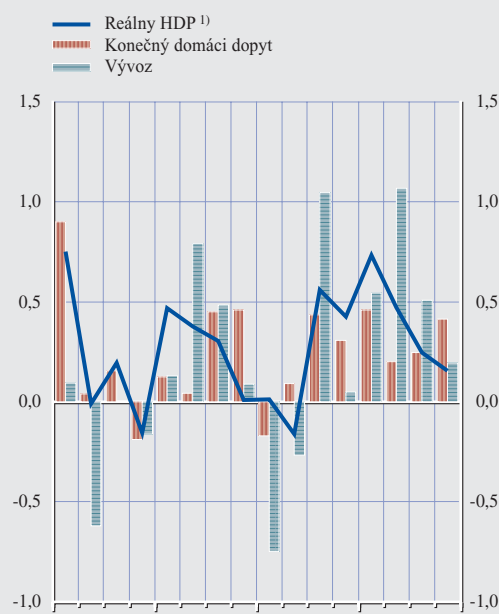
vo výške 1,8 %, čo predstavuje najvyššiu mieru zaznamenanú od roku 2000, sa v podstate zhodoval s očakávaniami ku koncu roku 2003. Oživenie vyvolal silný vývoz, ktorý bol v roku 2004 o 5,6 % vyšší ako v roku 2003. Vyšší bol aj domáci dopyt, najmä investície. Rôzne plne nepredvídané udalosti však zabránili, aby sa oživenie v priebehu roku 2004 zosilnilo. Najmä medzikvartálny rast bol vyšší v prvej polovici roka ako v druhej. Rast bol ovplyvnený vývojom cien ropy a výmenných kurzov a na oslabovanie súkromnej spotreby vplývalo len postupné zlepšovanie podmienok na trhu práce a nízka dôvera spotrebiteľov.

Od polovice roku 2003 do polovice roku 2004 oživenie z väčšej miery vyvolal rast vývozu, kým vplyv konečného domáceho dopytu (t. j. bez zmien zásob) bol relatívne nevýrazný (graf 26). Spomalenie medzikvartálneho rastu v druhej polovici roku 2004 bolo zapríčinené najmä výrazným poklesom príspevku zahraničia, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný postupne sa zvyšujúcim rastom konečného domáceho dopytu. Vplyv zásob bol v niektorých štvrtrokoch počas oživenia relatívne významný, ale bol tiež volatilný. S výnimkou zmien zásob je tento vývoj v podstate zhodný s charakteristickými črtami oživenia, ktoré bolo možné pozorovať v eurozóne v posledných desaťročiach.

Čo sa týka domáceho prostredia, medzikvartálny rast súkromnej spotreby bol počas roku 2004 v priemere relatívne nevýrazný a odrážal nielen utlmený vývoj na trhu práce, ale aj

Graf 26 Príspevky k štvrtročnému rastu reálneho HDP

(štvrtročné príspevky v percentuálnych bodoch; sezónne očistené)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku.

pokračujúcu neistotu vyplývajúcu z realizácie potrebných štrukturálnych reforiem (box 6). To pravdepodobne ovplyvnilo dôveru verejnosti. Tvorba hrubého fixného kapitálu sa počas roku 2004 výrazne zvýšila, napriek negatívnemu vplyvu výrazného zníženia rastu nemeckých investícií do stavebníctva v prvej polovici a poklesu investícií verejného sektora v druhej polovici roka.

Box 6

POKROK V ŠTRUKTURÁLNYCH REFORMÁCH TRHU PRÁCE, VÝROBKOV A SLUŽIEB EÚ

Štrukturálne reformy práce, výrobkov a služieb sú nevyhnutné na zvýšenie potenciálneho hospodárskeho rastu Európy, uľahčenie zmien a zvýšenie odolnosti voči šokom. Opatrenia na zvýšenie miery potenciálneho rastu sú ešte dôležitejšie z hľadiska vplyvu na znižovanie budúcej ponuky práce, ktorý zrejme prinesie starnutie obyvateľstva. Na zasadnutí Európskej rady v Lisabone v marci 2000 bol prijatý ambiciózný program reforiem, ktorého cieľom je dosiahnuť, aby sa Európska únia stala do roku 2010 najkonkurencieschopnejším a najdynamickejším znalostne orientovaným hospodárstvom sveta. Správa skupiny na vysokej úrovni z novembra

2004, ktorej predsedom bol Wim Kok¹, predstavovala východiskový bod pre strednodobé prehodnotenie tejto stratégie. Jarná správa Európskej komisie pre Európsku radu vo februári 2005 žiadala väčšie uplatnenie lisabonskej stratégie na vnútroštátnej úrovni, zjednodušenie a zefektívnenie lisabonskej agendy a vyššiu orientáciu na rast a zamestnanosť. Strednodobé prehodnotenie lisabonskej stratégie uzatvorila Európska rada v marci 2005. V tomto boxe sa hodnotí pokrok dosiahnutý pri realizácii programu reforiem EÚ v posledných rokoch, najmä v roku 2004.

EÚ definuje všeobecné priority pre rôzne oblasti hospodárskej politiky v Rámcovom usmernení hospodárskej politiky (Broad Economic Policy Guidelines – BEPG). Tieto priority potom predstavujú základ odporúčaní v oblasti hospodárskej politiky, ktoré sa pripravujú pre každý členský štát EÚ. V oblasti trhu práce BEPG na obdobie rokov 2003 – 2005, spolu s aktualizáciou BEPG vykonanou v roku 2004 na začlenenie nových členských štátov, zdôrazňuje potrebu: (i) zlepšiť združený stimulačný účinok daní a dávok v nezamestnanosti, aby sa vyplatilo pracovať, (ii) zabezpečiť efektívnu aktívnu politiku v oblasti trhu práce, orientovanú na najviac znevýhodnené skupiny, (iii) podporovať pružnejšiu organizáciu práce a revidovať predpisy týkajúce sa pracovných zmlúv, (iv) uľahčiť geografickú a profesijnú mobilitu a (v) zabezpečiť, aby systémy dojednávania miezd umožňovali, aby mzdy odrzkaďovali produktivitu.

V posledných rokoch mnohé krajiny uskutočnili reformy daňových systémov a systémov dávok v nezamestnanosti, aby znížili náklady práce iné ako mzdy a podporili ponuku práce. Znížili sa sadzby dane z príjmov u najnižších a stredných príjmových skupín a príspevky sociálneho zabezpečenia zamestnancov a zamestnávateľov, najmä v prípade skupín s nízkym príjmom. Okrem toho sa dosiahlo zlepšenie vo zvyšovaní miery zamestnanosti ľudí na okraji trhu práce. Niektoré členské štáty posilnili úlohu agentúr sprostredkujúcich dočasnú prácu a uvoľnili právne predpisy o ochrane zamestnanosti, pokiaľ ide o pracovné zmluvy na dobu určitú. Uskutočnili sa aj zmeny v predpisoch o pracovnom čase, umožňujúce pružnejší výpočet maximálnych prípustných pracovných hodín v celej EÚ, a v niektorých krajinách sa rozšírilo právo pracovať na čiastočný pracovný úväzok. Firmy dosiahli vyššiu pružnosť vo využívaní pracovných zdrojov ako dôsledok reforiem realizovaných v minulosti. Napríklad úprava pracovných hodín hrala dôležitejšiu úlohu v eurozóne v období spomalenia v rokoch 2001 – 2003 ako v skorších cykloch.²

Väčšina členských štátov EÚ zaviedla v roku 2004 ďalšie reformy trhu práce vrátane pokračujúcej reformy systémov dane z príjmov, reštrukturalizácie systémov sociálneho zabezpečenia a dávok a zvýšenia priemerného veku odchodu do dôchodku. Zdá sa však, že reformy sa oneskorujú za tým, čo deklarujú oznámenia vlád. Určitý pokrok sa dosiahol v prilákaní väčšieho množstva ľudí na trh práce, investovaní do akumulácie ľudského kapitálu a zvýšení adaptability pracujúcich, ako aj podnikov na meniace sa makroekonomické podmienky. Prioritnými oblasťami reformy sú naďalej opatrenia zamerané na zníženie dlhodobej nezamestnanosti rekvalifikáciou a zvýšenie produktivity práce odborným a profesijným rozvojom a celoživotným vzdelávaním. Potrebné sú aj ďalšie reformy na podporu mobility práce zlepšením prevoditeľnosti práv v oblasti dôchodkov a zdravotnej starostlivosti a umožnením mzdovej diferenciácie podľa miestnych, regionálnych a sektorových rozdielov v produktivite.

¹ Podrobnejšie údaje sú v kapitole 4 časť 1.1.

² Podrobnejšie údaje sú v boxe „Developments in total hours worked in the euro area“ v Mesačnom bulletine ECB, október 2004.

Program štrukturálnych reforiem pre *trh výrobkov a služieb* pokrýva široké pásmo oblastí. BEPG okrem iného nalieha, aby členské štáty podporovali súťaž na trhu výrobkov a služieb: (i) rýchlejšou transpozíciou smerníc o vnútornom trhu do vnútroštátnych právnych predpisov, (ii) ďalším rozširovaním verejného obstarávania, (iii) poskytnutím primeraných právomocí a zdrojov protimonopolným a regulačným orgánom a zabezpečením ich nezávislosti, (iv) znižovaním štátnej pomoci a (v) podporou vstupu na trh a konkurencie v sieťových odvetviach.

Zvýšil sa podiel právnych predpisov EÚ o vnútornom trhu, ktoré členské štáty ešte neprevzali do vnútroštátnych právnych predpisov (známe ako „deficit transpozície“). Európska komisia prijala viaceré kroky na zlepšenie fungovania vnútorného trhu, najmä v sektore služieb, kde zostali určité závažné prekážky. Zdá sa, že mnohé z týchto prekážok sú spôsobené vnútroštátnymi predpismi, napríklad administratívna náročnosť a postupy zakladania dcérskych podnikov v iných krajinách EÚ. Na začiatku roku 2004 sa írské, holandské, luxemburské a britské predsedníctva dohodli na spoločnej iniciatíve na preferovanie regulačných reforiem v rokoch 2004 a 2005 a zvýšenie úsilia na zníženie administratívnych obmedzení. Mnohé krajiny prijali kroky na zlepšenie efektívnosti a transparentnosti postupov verejného obstarávania. Okrem toho niektoré krajiny zvýšili právomoci a nezávislosť protimonopolných a regulačných orgánov. V posledných rokoch pokračoval trend znižovania a presmerovania štátnej pomoci k horizontálnym cieľom, hoci v niektorých sektoroch, napríklad v doprave, hrá stále dôležitú úlohu štátna pomoc. Členské štáty pokračovali v realizácii regulačných reforiem v sieťových odvetviach, i keď program regulačných reforiem v tejto oblasti ešte nebol dokončený. Treba ďalej zosilniť konkurenciu v odvetviach, ktoré boli v minulosti chránené, ako je elektrina a plyn.

Na záver možno konštatovať, že v roku 2004 sa dosiahol ďalší pokrok v štrukturálnych reformách, najmä na trhu práce, celkové tempo reforiem však nie je uspokojivé. V dôsledku toho EÚ s najväčšou pravdepodobnosťou nebude schopná dosiahnuť lisabonské ciele, ak členské štáty podstatne nezvýšia svoje úsilie pri realizácii reforiem. obnovenie dynamiky štrukturálnych reforiem nielen zvýši celkovú ekonomickú efektívnosť a zlepší dlhodobé vyhliadky rastu, ale tiež zosilní základ pre trvalý ekonomický rast.

Ekonomický rast bol v roku 2004 ovplyvnený aj konkrétnymi vonkajšími faktormi vrátane vývoja cien ropy a výmenných kurzov. Rast eurozóny negatívne ovplyvnil nielen priamy vplyv zvýšenia cien ropy vo forme zvýšenia výrobných nákladov a zníženia kúpnej sily príjmov spotrebiteľov, ale aj nepriamy vplyv tohto zvýšenia prostredníctvom dopadu na medzinárodné prostredie. Výrazný rast globálnej hospodárskej činnosti, ktorý bolo možné pozorovať na začiatku roku 2004, bol v druhej polovici roka utlmený. Okrem iných faktorov to bolo aj v dôsledku zvýšenia cien ropy od polroku 2004, čo prispelo k zníženiu rastu zahraničného dopytu po exparte eurozóny v druhej polovici roka. Podobne výrazné posilňovanie výmenného

kurzu eura počas väčšiny roku 2003 malo napriek zníženiu nákladov na ropu pre dovozcov eurozóny aj oneskorený negatívny účinok na konkurencieschopnosť eurozóny ako celku.

Zo sektorového hľadiska rast pridanej hodnoty väčšinou kopíroval celkový vývoj reálneho HDP počas cyklu. Najmä rast pridanej hodnoty v priemyselnej výrobe, ako aj čisto trhovo orientovaných službách bol počas prvej polovice roku 2004 ustálený, v druhej polovici roka sa však zmiernil. Zdá sa preto, že na cyklickom pohybe hospodárstva sa v poslednom roku podieľali hlavne celkové poruchy, nie poruchy týkajúce sa konkrétneho sektora.

Tabuľka 4 Vývoj trhu práce

(percentuálna zmena voči predchádzajúcemu obdobiu; v %)

	2002	2003	2004	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Pracovná sila	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Zamestnanosť	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Poľnohospodárstvo ¹⁾	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Priemysel ²⁾	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– bez stavebníctva	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– stavebníctvo	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Služby ³⁾	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
Miera nezamestnanosti⁴⁾													
Spolu	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Do 25 rokov	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 rokov a viac	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Zahŕňa tiež rybárstvo, poľovníctvo a lesníctvo.

2) Zahŕňa priemyselnú výrobu, stavebníctvo, ťažbu nerastných surovín, dodávku elektriny, plynu a vody.

3) Bez extrateritoriálnych orgánov a organizácií.

4) V percentách pracovnej sily podľa odporúčaní Medzinárodnej organizácie práce (ILO).

Z viacerých ukazovateľov disperzity vyplýva, že rozdielnosť miery rastu reálneho HDP jednotlivých krajín eurozóny sa v roku 2004 znížila. Priemerný ročná dynamika rastu reálneho HDP, ktorý bol sčasti odrazom globálneho ekonomického rastu, sa v roku 2004 v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšila vo všetkých krajinách eurozóny okrem Grécka, kde však zostala tiež relatívne výrazná.

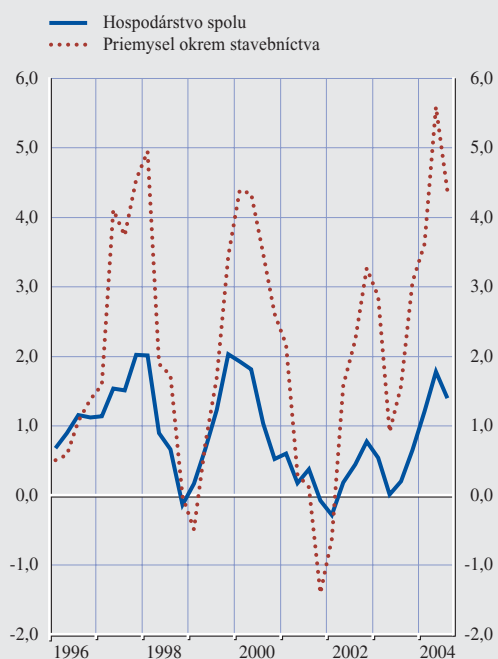
POKROK NA TRHU PRÁCE A RAST PRODUKTIVITY V ROKU 2004

Podmienky na trhu práce sa v roku 2004 v eurozóne výrazne nezmenili, hoci možno pozorovať signály postupného zlepšovania. Zamestnanosť, ktorá sa v roku 2003 v podstate nemenila, rástla počas celého roku 2004 (tabuľka 4). Celkové zvýšenie však bolo nevýrazné. Sčasti to súviselo s oneskorenou reakciou zamestnanosti na hospodársku činnosť, ale odrážalo to aj nezvyčajnú pružnosť v oblasti zamestnanosti (meranú z hľadiska počtu zamestnaných osôb) počas hospodárskeho spomalenia v rokoch 2001 – 2003, čo znížilo potrebu najímať pracovnú silu v etape oživenia. Hoci vývoj počtu zamestnaných osôb bol počas nedávnych cyklických fáz relatívne stabilný, je zrejme, že zamestnanosť z hľadiska odpracovaných hodín citlivejšie reagovala na hospodársky cyklus. To znamená, že počas nedávneho spomalenia

a následného oživenia sa zamestnávateľia rozhodli upraviť zamestnanosť viac z hľadiska počtu odpracovaných hodín ako z hľadiska počtu zamestnaných osôb.

Graf 27 Produktivita práce

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

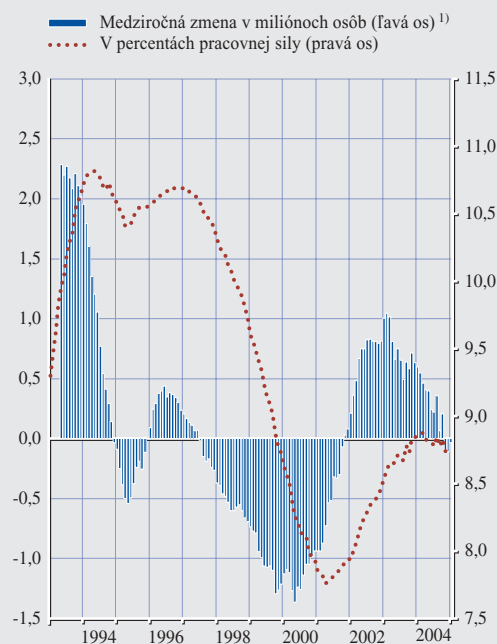
Zamestnanosť v priemysle (okrem stavebníctva) sa v roku 2004 ďalej znižovala, hoci klesajúcou mierou v jednotlivých štvrtrokoch, zatiaľ čo v sektore služieb naďalej rástla. Počas roku 2004 pokračovalo výrazné oživenie produktivity práce (najmä v sektore priemyslu) (graf 27). Rast produktivity práce sa zvyšoval od polovice roku 2003, čo bolo odrazom zvyčajného cyklického vývoja hospodárskej činnosti a zamestnanosti.

Miera nezamestnanosti v eurozóne bola v roku 2004 vo všeobecnosti stabilná na úrovni 8,8 % (graf 28). Nedošlo ani k žiadnej významnej zmene v nezamestnanosti podľa vekovej skupiny a pohlavia. Po výraznom zvýšení v roku 2003 sa počet nezamestnaných v roku 2004 celkovo znížil o približne 50 000 osôb. Tieto náznaky zlepšenia, hoci mierne, sa zhodovali s ostatnými náznakmi obratu na trhu práce. Patrí k nim vývoj počtu voľných pracovných miest, ktorý sa zvýšil v druhej polovici roku 2004 po klesajúcom trende od roku 2001.

Miera nezamestnanosti sa vo väčšine krajín eurozóny v období od roku 2003 do roku 2004 v zásade nezmenila, i keď údaje o nezamestnanosti v niektorých krajinách boli do určitej miery ovplyvnené štatistickými zmenami. Stupeň disperzity miery nezamestnanosti v jednotlivých krajinách eurozóny v roku 2004 mierne poklesol.

Graf 28 Nezamestnanosť

(mesačné údaje; sezónne očistené)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za Euro 12 (vrátane obdobia pred rokom 2001)

1) Medziročné zmeny nie sú sezónne očistené.

Box 7

POTENCIÁLNE ÚČINKY DEMOGRAFICKÝCH ZMIEN V EUROZÓNE

Súčasná a plánovaná demografická dynamika v eurozóne je tak ako v mnohých ďalších priemyselných krajinách charakterizovaná znižujúcim sa rastom počtu obyvateľov a postupným starnutím populácie. Tento vývoj je dôsledkom nízkej miery pôrodnosti vo väčšine krajín eurozóny a zvyšujúcej sa priemernej dĺžky života. Hoci všetky demografické projekcie sú spojené so značnou neistotou, táto charakteristika sa zdá byť spoločná pre väčšinu projekcií vrátane projekcií Eurostatu a Spojených národov. V tomto boxe sa analyzujú niektoré hlavné dôsledky tohto vývoja.

Demografické zmeny

Podľa väčšiny nedávnych projekcií dostupných pre krajiny eurozóny (Výhľad počtu obyvateľov sveta za rok 2002 Organizácie Spojených národov¹⁾) sa očakáva, že celková miera pôrodnosti

1 Údaje v tejto časti a grafoch sa týkajú „stredného variantu“ prognóz pôrodnosti, ktorý možno považovať za najpravdepodobnejší. Viac informácií možno získať z Výhľadu počtu obyvateľov sveta Organizácie Spojených národov, revízia 2002.

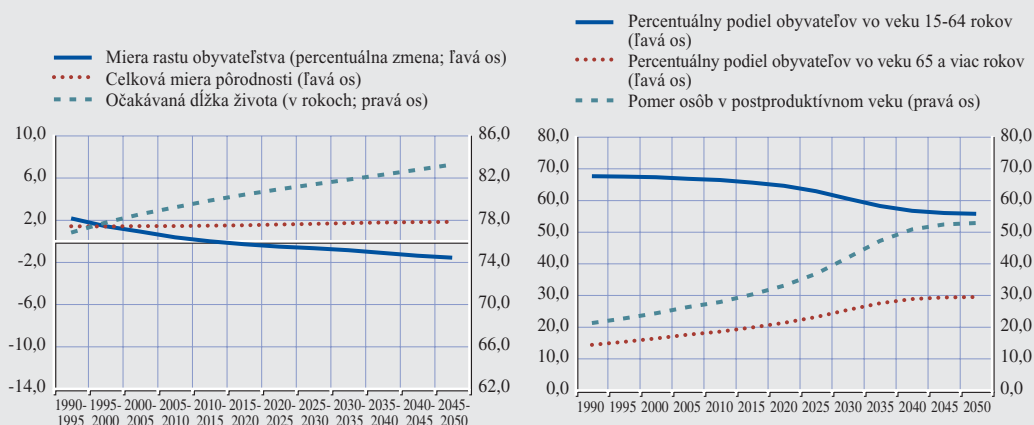
v eurozóne zostane v období do roku 2050 pod úrovňou jednoduchej reprodukcie obyvateľstva, ktorou sú dve deti na jednu ženu. Súčasne sa očakáva, že priemerná dĺžka života sa od roku 2005 do roku 2050 zvýši o päť rokov (ľavá strana grafu). Kombinácia týchto dvoch účinkov znamená spomalenie miery rastu počtu obyvateľov eurozóny a približne od roku 2015 pokles celkového počtu jej obyvateľov. Očakáva sa rast podielu ľudí v poproduktívnom veku (65 rokov a viac) na počte obyvateľov a pokles podielu ľudí v produktívnom veku (od 15 do 64 rokov) (pravá strana grafu), najskôr postupný, a potom približne od roku 2015 rýchlejší. Bude to znamenať zvýšenie pomeru ľudí v poproduktívnom veku (t. j. pomeru obyvateľov od 65 rokov k obyvateľom vo veku od 15 do 64 rokov) z približne 26 % v roku 2005 na približne 30 % v roku 2015 a na viac ako 52 % v roku 2050, s celkovým zvýšením o približne 26 percentuálnych bodov v období od roku 2005 do roku 2050.

Ekonomické dôsledky

Uvedená demografická zmena bude mať veľký vplyv na hospodárstva eurozóny. Zmení sa napríklad štruktúra ponuky práce, keďže sa zvýši podiel starších pracovníkov, a ponuka práce môže dokonca klesnúť, ak pracujúci budú odchádzať do dôchodku skoro a na trh práce bude vstupovať príliš málo nových pracujúcich, ktorí by nahradili odchádzajúcich. Predpokladaný pokles obyvateľstva v produktívnom veku bude vyvíjať tlak na pokles miery rastu potenciálnej produkcie eurozóny, ak ho nebude možné kompenzovať zvýšeným vplyvom iných faktorov rastu, napríklad vyššou mierou zapojenia do pracovného procesu, vyššou produktivitou práce, respektíve produktívnejším využívaním iných zdrojov, napríklad kapitálu. Viedla sa určitá diskusia o miere, v akej imigrácia môže pomôcť zvýšiť ponuku práce. Väčšina štúdií ukazuje, že úloha migrácie pri riešení demografického problému Európy bude pravdepodobne malá a dočasná, keďže je obmedzená počtom potenciálnych migrantov v pomere k veľkosti problému a praktickými a politickými prekážkami.

Financovanie systémov sociálneho zabezpečenia, najmä verejných systémov dôchodkového zabezpečenia založených na zásade priebežného financovania sa tiež dostane pod tlak, keď bude rásť pomer počtu dôchodcov k počtu prispievateľov do systémov dôchodkového a zdravotného

Hlavné črty demografického vývoja v eurozóne



Zdroj: United Nations 2002 World Population Prospects (variant so strednou mierou pôrodnosti) a výpočty ECB.

zabezpečenia. Očakáva sa, že verejné výdavky na zdravotnú a dlhodobú starostlivosť sa zvýšia, keďže treba zvyšovať pokrok v medicínskych technológiách a dopyt po týchto službách rastie s počtom ľudí vyššieho veku. Tieto potenciálne účinky by mohli mať výrazný vplyv. Odhady pracovnej skupiny pre starnutie populácie Výboru pre hospodársku politiku Európskej komisie naznačujú dodatočné výdavky na dôchodky od 3 % do 6 % HDP do roku 2050 vo väčšine krajín eurozóny. Ďalší nárast výdavkov vo výške 2 % až 4 % HDP by mohol byť spôsobený zvýšením nákladov na zdravotnú a dlhodobú starostlivosť.

Starnutie obyvateľstva by tiež mohlo vyvolať zmeny v štruktúre finančných trhov a oceňovaní finančných aktív. Domácnosti rôznych generácií zvyčajne vlastnia rozdielne objemy finančných aktív a pre svoje investičné portfólia volia aktíva s rozdielnym rizikovým profilom. Keďže dlhodobý dopyt po bytovej výstavbe závisí okrem iného od počtu domácností v hospodárstve, demografické zmeny môžu mať vplyv aj na ceny nehnuteľností. Dôchodkové reformy, najmä posun smerom k financovaniu zo súkromných zdrojov, budú mať pravdepodobne výrazný účinok na finančné trhy, keďže sa zvýši úloha inštitucionálnych investorov, napríklad dôchodkových fondov a poisťovacích spoločností. Obmedzená dostupnosť dlhodobých časových radov cien finančných aktív, problémy s meraním a skutočnosť, že zvyčajne len malá časť obyvateľstva vlastní majetkové cenné papiere, obmedzujú mieru, v akej možno kvantifikovať možné účinky demografickej zmeny na finančné trhy. Simulácie realizované s použitím modelov založených na teórii „životného cyklu“ však zvyčajne prichádzajú k záveru, že so starnutím obyvateľstva sa znižujú ceny finančných aktív (majetkových aj dlhových cenných papierov) a zvyšuje sa požadovaná prémie majetkových cenných papierov, keď súčasné aktívne obyvateľstvo odíde do dôchodku.

Potreba komplexných reforiem

Zvládnutie účinkov demografických zmien si vyžaduje zo strany vlád realizáciu komplexných reforiem. Tieto reformy by mali byť zamerané na riešenie konkrétnych problémov v rámci systémov dôchodkového a zdravotného zabezpečenia, znižovanie celkového dlhu verejných financií a posilňovanie vplyvov zvyšujúcich ekonomický rast. V rámci EÚ sa vlády dohodli na trojzložkovej stratégii. Táto stratégia bola prvýkrát stanovená v BEPG 2001 a obsahuje tri všeobecné ciele: zvýšiť mieru zamestnanosti, znížiť dlh verejných financií a reformovať systémy dôchodkového zabezpečenia vrátane posunu k zvýšeniu podielu financovania dávok z vlastných prostriedkov.

V krajinách eurozóny je nevyhnutné zvýšiť zapojenie do pracovného procesu a zamestnanosť všetkých skupín obyvateľstva v produktívnom veku, najmä osôb starších ako 55 rokov, u ktorých je miera zapojenia do pracovného procesu obzvlášť nízka. Prvým dôležitým krokom je znížiť prekážky práce, ktoré v súčasnosti pretrvávajú na mnohých trhoch práce eurozóny v dôsledku vzájomného pôsobenia daní, dávok v nezamestnanosti a programov predčasného odchodu do dôchodku. Tieto systémy vytvárajú demotivačné prekážky najmä pre ľudí s druhým zdrojom príjmov, pracujúcich s nízkym platom, najmladších a najstarších pracujúcich a ženy. Zvyšovanie zapojenia žien do pracovného procesu musí umožňovať ženám spájať rodinu a prácu zvyšovaním pružnosti pracovného času a zlepšovaním služieb v oblasti starostlivosti o deti a osoby vyššieho veku. V niektorých prípadoch by ďalej mohlo byť užitočné zlepšovať stimuly pre pokračovanie v práci vo vyššom veku života, napríklad prostredníctvom postupného odchodu z práce a zvýšenia možnosti práce na čiastočný úväzok alebo vytvorenia dočasných pozícií pre starších pracujúcich. Musia však existovať dostatočné stimuly pre zamestnávateľov, aby prijímali, respektíve držali

starších pracujúcich. Okrem toho mnohé krajiny budú musieť naštartovať trvalý proces investovania do ľudského kapitálu a do výskumu a vývoja, aby kompenzovali možné účinky starnutia obyvateľstva na produktivitu práce a celkovú produktivitu výrobných faktorov.

Znižovanie dlhu verejnej správy by mohlo prispieť k zlepšeniu fiškálnej udržateľnosti, a tým zabezpečiť, aby verejné financie boli menej citlivé na vplyv demografických zmien. Nižšia zadlženosť poskytne vládam dodatočný manévrovací priestor v časoch zvýšenej fiškálnej záťaže spojenej so starnutím obyvateľstva. Podobne nižšie splátky verejného dlhu odľahčia fiškálne zdroje a umožnia vládam pružnejšie reagovať na nepredvídaný vývoj. V tomto ohľade ustanovenia Paktu stability a rastu, najmä požiadavka vyváženej alebo prebytku verejných financií poskytujú vládam stimuly, aby sa pripravili na fiškálne bremeno spojené so starnutím populácie.

Veľkosť predpokladaného tlaku na dôchodkové systémy znamená, že v oblasti dôchodkovej reformy treba realizovať dva okruhy stratégií. Po prvé, sú potrebné ďalšie úpravy štruktúry dávok a príspevkov v rámci súčasných systémov, ktoré sú založené na zásade priebežného financovania (parametrické reformy). Patria sem korekcie vzorcov na výpočet dávok a úpravy indexácie dôchodkových dávok. Navyše pre mnohé krajiny bude nevyhnutný presun k zvýšeniu podielu financovania dávok z vlastných prostriedkov a diverzifikácia spôsobov financovania (systémové reformy). Namiesto z priebežných platieb zo mzdových príjmov budú dôchodky financované z minulého naakumulovaného kapitálu prostredníctvom dôchodkových fondov. Preto treba zaviesť politiku na podporu rozvoja infraštruktúry, ktorá umožní, aby tieto fondy účinne rozmiestňovali dôchodkové úspory a riadili súvisiace riziká, a aby sa zabezpečil nešpekulatívny charakter dôchodkových úspor.

Záverom možno konštatovať, že výhľady vývoja obyvateľstva naznačujú, že demografická zmena v eurozóne sa výrazne prejaví približne od roku 2015, hoci vývoj v jednotlivých krajinách prebieha rôznym tempom a v mnohých krajinách eurozóny celkový počet obyvateľov už začal klesať. Hoci mnohé krajiny začínajú zlepšovať kompatibilitu stimulov daňových a dávkových systémov, ako aj udržateľnosť verejných financií, v blízkej budúcnosti budú potrebné ďalšie rozsiahle reformy. Príprava na demografické zmeny vyžaduje včasnú realizáciu komplexných reforiem zameraných na zvýšenie stimulácie.

2.5. FIŠKÁLNY VÝVOJ

ROZPOČTOVÉ SALDO BOLO V ROKU 2004 V ZÁSADĚ STABILNÉ

Fiškálny vývoj v eurozóne bol v roku 2004 neuspokojivý. Podľa posledných dostupných údajov Eurostatu ostáva deficit eurozóny na úrovni 2,7 % HDP (tabuľka 5). Rozpočtové hospodárenie v roku 2004 odrážalo mierne fiškálne uvoľnenia, pričom vplyv hospodárskeho cyklu bol nepatrný. Väčšina krajín eurozóny nespĺnila ciele stanovené v aktualizovaných programoch stability z konca roku 2003 a začiatku 2004. Ciele sa nespĺnili v priemere

o 0,3 percentuálneho bodu HDP, najmä kvôli tomu, že sa krajinám s pretrvávajúcimi nerovnováhami nepodarilo splniť svoje ambiciózne plány štrukturálnej konsolidácie.

Mnohé krajiny zaznamenali pomer deficitu na alebo nad úrovňou referenčnej hodnoty 3 % HDP a štyri krajiny (Nemecko, Grécko, Francúzsko a Holandsko) boli v situácii nadmerného deficitu. V Nemecku a Francúzsku deficit výrazne prekročil 3 % HDP tretí rok po sebe. Po zásadných štatistických revíziách sa stalo zrejmé, že Grécko dosahovalo, podľa metodiky ESA 95, deficit prevyšujúci referenčnú hodnotu

Tabuľka 5 Fiškálna pozícia krajín eurozóny

(v % HDP)

Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy

	2001	2002	2003	2004
Eurozóna	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7
Belgicko	0,4	0,1	0,4	0,1
Nemecko	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grécko	-4,1	-4,1	-5,2	-6,15
Španielsko	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Francúzsko	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Írsko	0,9	-0,5	0,2	1,3
Taliansko	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxembursko	6,2	2,3	0,5	-1,1
Holandsko	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Rakúsko	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugalsko	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Fínsko	5,2	4,3	2,5	2,1

Hrubý dlh verejnej správy

	2001	2002	2003	2004
Eurozóna	69,6	69,5	70,8	71,3
Belgicko	108,0	105,4	100,0	95,6
Nemecko	59,4	60,9	64,2	66,0
Grécko	114,8	112,2	109,3	110,5
Španielsko	57,8	55,0	51,4	48,9
Francúzsko	57,0	59,0	63,9	65,6
Írsko	35,8	32,6	32,0	29,9
Taliansko	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxembursko	7,2	7,5	7,1	7,5
Holandsko	52,9	52,6	54,3	55,7
Rakúsko	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugalsko	55,9	58,5	60,1	61,9
Fínsko	43,8	42,5	45,3	45,1

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú založené na definícii postupu pri nadmernom deficite. Rozpočtové saldo nezahŕňa výnosy z predaja licencií UMTS.

od roku 1997; deficit za rok 2004 bol vo výške 6,1 % HDP. Taliansko ohlásilo deficit 3,0 % HDP a Portugalsko zaznamenalo deficit len tesne pod 3 % HDP, napriek pokračujúcej (hoci klesajúcej) realizácii rozsiahlych dočasných opatrení fiškálnej politiky.

Výsledok rozpočtového hospodárenia za celú eurozónu vyjadrený zmenou primárneho salda očisteného o cyklické vplyvy podľa odhadu Európskej komisie odrážal mierne expanzívnu rozpočtovú situáciu. Pri prakticky nezmenených úrokových výdavkoch bolo hlavným faktorom, ktorý zapríčinił tento výsledok, zhoršenie primárneho salda. Rast HDP sa podľa odhadu zvýšil v podstate zhodne s potenciálnym rastom, preto ekonomické prostredie malo podľa odhadu v priemere veľmi malý vplyv na zmenu

cyklického komponentu rozpočtu. Štrukturálna konsolidácia sa uskutočnila len v niekoľkých prípadoch. Všetky tri veľmi zadlžené krajiny (Belgicko, Grécko a Taliansko) naďalej ťažili z úspory úrokových výdavkov, čo malo priaznivý vplyv na celkovú rozpočtovú pozíciu. To čiastočne kompenzovalo zhoršenie primárneho salda v týchto krajinách.

Fiškálny vývoj v priemere za eurozónu odráža skutočnosť, že zníženie daní a postupné rušenie dočasných ozdravných opatrení boli nedostatočne financované úsporami v oblasti primárnych výdavkoch. Medzi faktory znižujúce príjmy patrilo znižovanie priamych daní a príspevkov sociálneho zabezpečenia, ako aj pokles kapitálových príjmov v dôsledku postupného odstraňovania dočasných opatrení.

Tieto faktory sčasti kompenzovalo zvýšenie nepriamych daní. Na strane výdavkov sú zrejme určité reštrikcie (hlavne prostredníctvom verejnej spotreby a sociálnych dávok), napriek čiastočnému vymiznutiu dočasných opatrení. Hoci to znamená obrat od laxnejšej politiky v oblasti výdavkov v posledných rokoch, nie je to dostatočné na úplné kompenzovanie zníženia príjmov.

Pomer dlhu k HDP sa v roku 2004 v eurozóne zvýšil, druhý rok po sebe, na 71,3 %. Toto zhoršenie je odrazom hlavne nízkeho (a klesajúceho) pomeru primárneho prebytku a skutočností, že hospodársky rast bol nižší ako implicitná priemerná úroková miera dlhu sektora verejnej správy a v niektorých prípadoch pomerne veľkých nezrovnalostí medzi vývojom deficitu

a dlhu – známych ako úprava deficitu/dlhu. Zo siedmich krajín, ktoré vykazujú pomer dlhu vyšší ako 60 % HDP, jedine Belgicko zaznamenalo výrazný pokles svojho pomeru dlhu, na úroveň pod 100 % HDP, čo bolo odrazom rozpočtových výsledkov, ktoré zostali takmer vyrovnané. Grécko a Taliansko naďalej vykazovali pomer dlhu prevyšujúci 100 % HDP, s malou zmenou od roku 2001. Nemecko, Francúzsko, Rakúsko a Portugalsko vykázali pomer dlhu mierne nad referenčnou hodnotou 60 % HDP, a vo všetkých týchto krajinách, okrem Rakúska, sa tento pomer v porovnaní s rokom 2003 zvýšil. Pokračujúce zhoršovanie rozpočtového salda a zvyšujúci sa pomer dlhu k HDP sa odrazil aj vo výške nesplatených dlhových cenných papierov sektora verejnej správy (box 8).

Box 8

VÝVOJ DLHOVÝCH CENNÝCH PAPIEROV SEKTORA VEREJNEJ SPRÁVY V EUROZÓNE

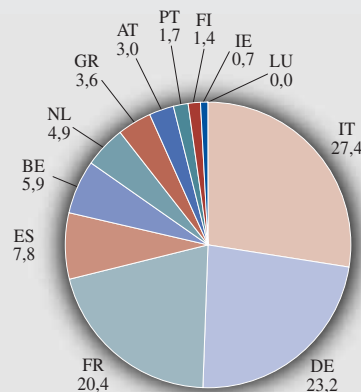
Za situácie rastúcich deficitov sektorov verejnej správy eurozóny sa úroveň nesplatených dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v posledných rokoch zvýšila. Tento vývoj sa odrazil vo zvýšení pomeru dlhu k HDP a vo vyšších ročných mierach rastu dlhových cenných papierov vydaných sektorom verejnej správy v eurozóne – 5,0 %, 5,5 % a 5,4 % na konci rokov 2002, 2003, respektíve 2004 (oproti 3,3 % na konci roku 2001).¹

Keď skúmame celkové množstvo nesplatených dlhových cenných papierov sektora verejnej správy na konci roku 2004, hlavnými aktérmi toho segmentu kapitálových trhov eurozóny sú Taliansko, Nemecko a Francúzsko, s podielmi približne od 20 % do 30 % na celkovom trhu (graf A).

Vývoj štruktúry nesplatených dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v eurozóne má tri základné znaky. Po prvé, emisiu dlhu sektora verejnej správy realizuje predovšetkým

Graf A Dlhové cenné papiere sektora verejnej správy eurozóny v roku 2004 podľa krajiny emisie

(v %; koniec obdobia)



Zdroj: ECB.

¹ Mieri rastu sa zakladajú na finančných transakciách a sú upravené o reklasifikácie, precenenia, zmeny výmenných kurzov a ďalšie zmeny, ktoré nevznikajú z transakcií. Bližšie údaje v Technických poznámkach k časti 4.3 a 4.4 v Štatistike eurozóny, Mesačný bulletin ECB.

sektor ústrednej štátnej správy, ktorého podiel na nesplatených dlhových cenných papieroch v roku 2004 predstavoval 94,3 %, kým ostatné súčasti sektora verejnej správy zodpovedali za zostávajúcich 5,7 % (nasledujúca tabuľka). Ostatné súčasti sektora verejnej správy sa však predsa stávajú aktívnejšie. Podiel dlhových cenných papierov emitovaných sektorom ústrednej štátnej správy od roku 1998 stále klesá, kým podiel dlhových cenných papierov emitovaných ostatnými súčasťami sektora verejnej správy sa od roku 1998 do roku 2004 takmer zdvojnásobil.

Po druhé, čo sa týka členenia dlhových cenných papierov sektora verejnej správy podľa splatnosti, dlhodobý dlh predstavoval na konci roku 2004 okolo 91,6 % nesplatených dlhových cenných papierov. Tabuľka dokumentuje, že podiel krátkodobého dlhu od roku 1998 do roku 2000 klesal, ale následne opäť stúpol.

Po tretie, tabuľka tiež ukazuje, že veľká väčšina dlhodobých dlhových cenných papierov sektora verejnej správy je emitovaná s pevnou úrokovou sadzbou. Podiel emisií s pohyblivou úrokovou sadzbou v priebehu dlhšieho obdobia výrazne klesol, z 12,3 % v roku 1998 na 7,6 % v roku 2004. Tento vývoj vychádzal z postupného znižovania termínovej prémie ku koncu 90. rokov, vyplácanej niektorými vládami za dlhodobé cenné papiere s pevnou úrokovou sadzbou, v prostredí cenovej stability. Taliansko, kde je podiel dlhových cenných papierov s pohyblivou úrokovou sadzbou 20,7 %, je jedinou krajinou, v ktorej je tento podiel výrazne vyšší ako priemer eurozóny.

Pokles rizikových prémie sa odrazil v priaznivejších nákladoch financovania dlhou v posledných rokoch. Priemerný výnos desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne napríklad poklesol z priemerných 7 % v období od roku 1994 do roku 1998 na 4,7 % v období od roku 1999 do roku 2004. Ako ukazuje graf B, existujú však rozdiely medzi výnosmi štátnych dlhopisov v jednotlivých krajinách eurozóny, ktoré by mohli odrážať rozdiely v likvidite a úverovom riziku.

Výnosy nemeckých dlhodobých dlhopisov boli najnižšie v eurozóne, najmä v dôsledku relatívne vysokej likvidity nemeckých štátnych dlhopisov. Lepšie podmienky financovania sa nemeckej vlády oproti všetkým ostatným vládam eurozóny, sa, vyjadrené v bázičných bodoch, pohybovali až do začiatku roku 2001 na úrovni dvojciferných čísiel. Odvtedy spready medzi výnosmi desaťročných štátnych dlhopisov ostatných krajín eurozóny a výnosmi z porovnateľných nemeckých dlhopisov

Štruktúra dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne

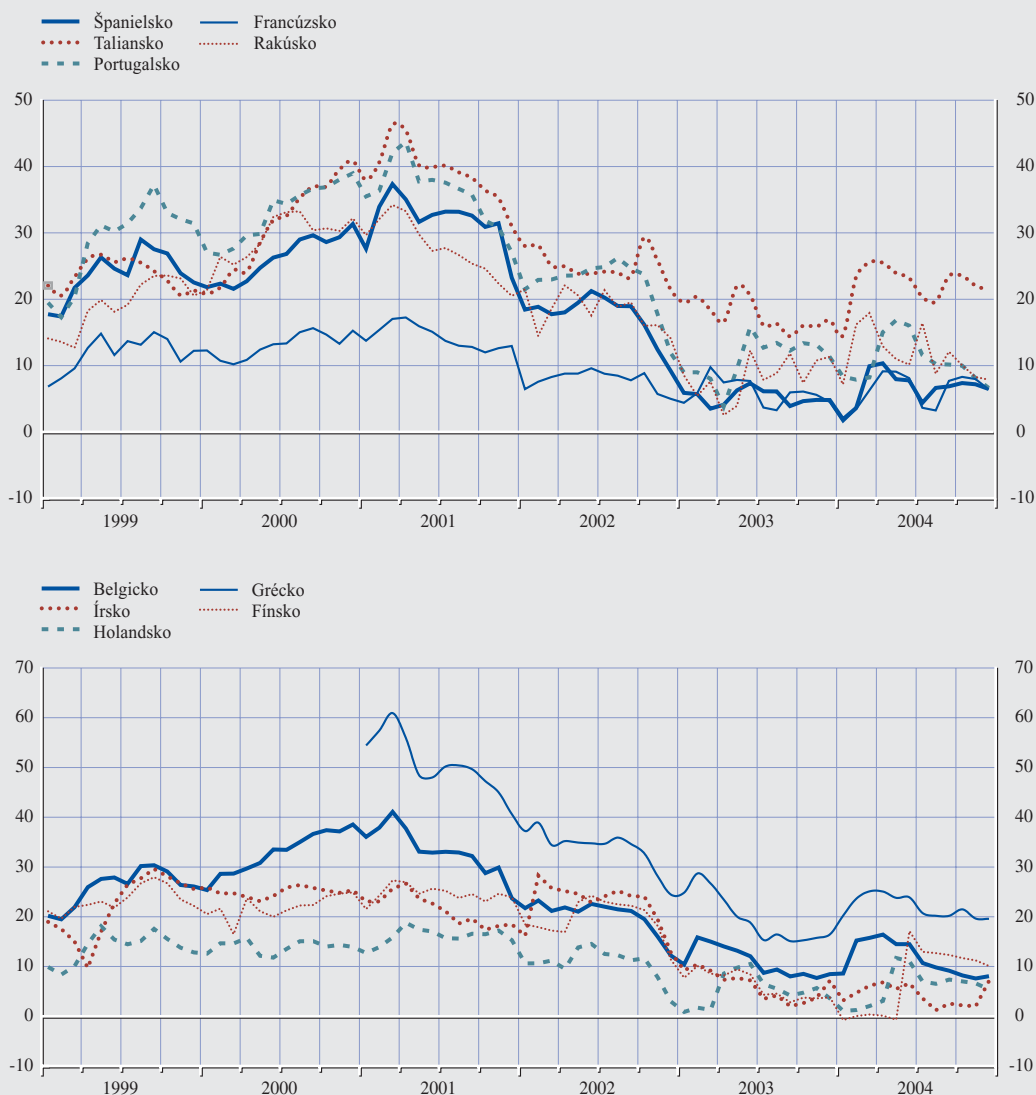
(v percentách celkového objemu dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou; koniec obdobia)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ústredná štátna správa	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Dlhodobé</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	86,0
<i>Krátkodobé</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Ostatná verejná správa	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Dlhodobé</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Krátkodobé</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Verejná správa spolu							
<i>Dlhodobé</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
Pevná úroková miera	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
Pohyblivá úroková miera	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Krátkodobé</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Verejná správa spolu v mld. EUR	3 304,9	3 450,5	3 546,4	3 764,6	3 939,3	4 141,2	4 362,5

Zdroj: ECB.

Graf B Spready výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov voči nemeckým štátnym dlhopisom¹⁾

(v základných bodoch; mesačné údaje)



Zdroj: BIS a výpočty ECB.

1) Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov sa týkajú desaťročných dlhopisov alebo dlhopisov s najbližšou inou splatnosťou.

stále klesali a najnižšiu úroveň dosiahli na konci roku 2003. Najvýraznejšie poklesy výnosových spreadov sa dosiahli v Belgicku, Grécku, Taliansku, Portugalsku a Španielsku. Jedným z faktorov podmieňujúcim túto konvergenciu by mohol byť fiškálny vývoj v Nemecku, kde sa od roku 2001 do roku 2004 pomer dlhu k HDP zhoršoval oproti všetkým ostatným krajinám eurozóny okrem Francúzska.

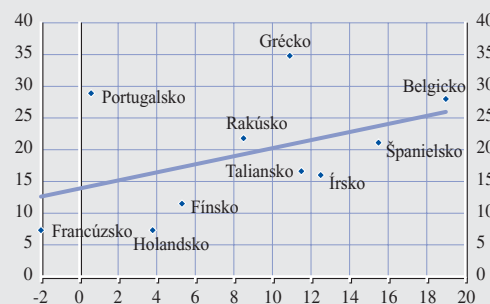
Dostupné údaje naznačujú, že tie krajiny, ktoré v období rokov 2001 až 2004 dosiahli zlepšenie svojho pomeru dlhu k HDP oproti Nemecku, dosiahli aj zníženie spreadov dlhodobých

výnosov voči nemeckým štátnym dlhopisom, čo znázorňuje priamoúmerný vzťah v grafe C. Hoci dôležité môžu byť aj ďalšie faktory, najmä faktory týkajúce sa likvidity dlhopisov, môže to byť považované za prvú známku toho, že investori pri oceňovaní dlhopisov do určitej miery berú do úvahy fiškálnu pozíciu vlád eurozóny.

Súčasný trendy štruktúry financovania sa vlád sú celkovo odrazom výrazne lepších makroekonomických podmienok, ktoré vznikli v poslednom desaťročí v súvislosti s presunom k politike viac orientovanej na stabilitu. Najviditeľnejšou výhodou pre verejnosť je výrazne nižší podiel výdavkov z rozpočtov sektora verejnej správy na úrokové platby.

Graf C Zmeny relatívnych pomerov dlh/HDP v porovnaní s Nemeckom¹⁾ a zmeny spreadov výnosov²⁾ v rokoch 2001 až 2004

(os x: v percentuálnych bodoch; os y: v bázičných bodoch)



Zdroj: Eurostat a ECB.

1) Os x: zníženie relatívneho pomeru dlh/HDP voči Nemecku, t. j. rozdiel medzi pomerom dlh/HDP Nemecka a ostatných krajín eurozóny v rokoch 2001 až 2004.

2) Os y: zníženie spreadov výnosov voči nemeckým desaťročným štátnym dlhopisom v období január 2001 až december 2004.

Poznámka: Tento graf možno vysvetliť na príklade Belgicka: Belgický pomer dlh/HDP bol v roku 2001 108 % a v roku 2004 95,6 %, pričom v Nemecku bol tento pomer v roku 2001 59,4 % a v roku 2004 66,0 %. Rozdiel medzi pomerom dlh/HDP Nemecka a Belgicka – relatívny pomer dlh/HDP Belgicka voči Nemecku – bol v roku 2001 48,6 % a v roku 2004 29,6 %. Ako vidno z osi x, tento rozdiel sa od roku 2001 do roku 2004 znížil o 19,0 percentuálneho bodu (ide o zlepšenie relatívneho pomeru dlh/HDP voči Nemecku). V tom istom období sa spread medzi výnosmi belgických a nemeckých štátnych dlhopisov znížil o 28 bázičných bodov, ako vidno z osi y. Hrubá linka predstavuje zodpovedajúcu regresnú linku.

FIŠKÁLNE PLÁNY NA ROK 2005

Najnovšie aktualizácie programov stability, napriek určitému pokroku, plánujú príliš málo krokov na riešenie problému rozpočtových deficitov a stále chýbajú komplexné programy štrukturálnych reforiem. Na rok 2005 sa predpokladá, že priemerný deficit eurozóny ako celku klesne asi o pol percentuálneho bodu HDP. K tomuto vývoju by mal prispieť malý pokles úrokových výdavkov a mierne zlepšenie primárneho salda. Predpokladá sa, že hospodársky rast zostane blízko potenciálneho rastu. Približne polovica krajín eurozóny – Nemecko, Grécko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko a Portugalsko – však plánuje naďalej vykazovať deficit blízko úrovne alebo na úrovni 3 % HDP. Len niektoré plánujú dosiahnuť pozíciu blízko rovnováhy alebo v prebytku. Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP sa zníži asi o pol percentuálneho bodu HDP.

POTREBA KONSOLIDÁCIE V SÚLADE S PREDCHÁDZAJÚCIMI ZÁVÄZKAMI

Pred verejnými financiami v eurozóne stoja tri veľké úlohy. Po prvé, je potrebná výrazná fiškálna konsolidácia: makroekonomická stabilita výrazne závisí od udržateľnosti verejných financií, čo predstavuje schopnosť vlády uhrádzať svoje nesplatené záväzky (box 9). Dodržiavanie fiškálneho rámca EÚ a striktné uplatňovanie pravidiel je rozhodujúce, pretože prispieva k udržateľnosti verejných financií v EMU. Najmä limit deficitu na úrovni 3 % HDP – ak sa implementuje dôveryhodne – predstavuje kotvu pre očakávania fiškálnej disciplíny a budúceho vývoja dlhu. Predstavuje preto dôležitý signál dobrého fiškálneho stavu pre finančné trhy a verejnosť.

Skutočnosť, že priemerný deficit eurozóny je blízko referenčnej hodnoty 3 % HDP a že viaceré krajiny majú deficit blízko alebo nad

touto hodnotou, zdôrazňuje naliehavú potrebu zlepšiť pozíciu verejných financií. Dobrú príležitosť zrýchliť proces fiškálnej konsolidácie poskytuje zlepšené hospodárske prostredie. Prínosy z hospodárskeho rastu vo forme vyšších ako očakávaných daňových príjmov treba využiť na znižovanie rozpočtových nerovnôh. Krajiny s nadmerným deficitom by mali čo najskôr napraviť túto situáciu a splniť svoje záväzky. Okrem toho sa treba vyhnúť opakovaniam

nadmerných deficitov. Je tiež žiaduce, aby tie krajiny eurozóny, ktorých rozpočtová pozícia nie je blízko rovnováhy alebo v prebytku, ale nenachádzajú sa v situácii nadmerného deficitu, napredovali s rozpočtovou konsolidáciou v súlade s dohodou Euroskupiny z októbra 2002, podľa ktorej príslušné pomery deficitu treba znižovať najmenej o 0,5 percentuálneho bodu HDP ročne.

Box 9

FIŠKÁLNA POLITIKA A MAKROEKONOMICKÁ STABILITA

Tento box analyzuje hlavné vplyvy fiškálnej politiky na makroekonomickú stabilitu a vývoj cien, ako aj spôsob, ako sa tieto vplyvy prejavujú vo fiškálnom rámci EÚ.

Fiškálna politika môže mať vplyv na makroekonomické prostredie v krátkodobom horizonte prostredníctvom rozpočtových opatrení a automatických stabilizátorov. Rozpočtové opatrenia, t. j. účinné zmeny príjmov alebo výdavkov sektora verejnej správy, môžu ovplyvniť hospodársky rast a ceny prostredníctvom svojho účinku na agregovaný dopyt, ako aj agregovanú ponuku. Skúsenosti z posledných desaťročí však ukázali, že jemné fiškálne dolaďovanie prostredníctvom rozpočtových opatrení, ktoré sa zameriavali na stabilizáciu hospodárstva, je často procyklické. Okrem toho asymetrické používanie opatrení jemného dolaďovania (najmä počas hospodárskeho poklesu a v oveľa menšej miere počas vzostupu) viedlo časom k vyšším fiškálnym deficitom. Na druhej strane voľné pôsobenie automatických stabilizátorov môže pomôcť vyrovnávať ekonomické výkyvy stabilizačným vplyvom daní a dávok v nezamestnanosti na disponibilné príjmy domácností. Ich automatická povaha ich robí včas a viac predvídateľnými a ich symetrické pôsobenie nemá vplyv na úroveň dlhu sektora verejnej správy počas hospodárskeho cyklu.

Pokiaľ ide o fiškálne účinky v strednodobom horizonte, nastavenie fiškálnej politiky je mimoriadne dôležité z hľadiska udržateľnosti verejných financií a potenciálneho hospodárskeho rastu. Fiškálnu udržateľnosť možno opísať ako schopnosť sektora verejnej správy plniť svoje nesplatené záväzky. Vyjadruje to pomer dlhu sektora verejnej správy k HDP, hoci treba brať do úvahy aj ďalšie prvky, napríklad podmienené a implicitné záväzky verejného sektora. Udržateľnosť verejných financií má pozitívny vplyv na makroekonomické prostredie, keďže spotrebiteľia a domácnosti neočakávajú podstatné daňové zvýšenia alebo ťažkosti sektora verejnej správy pri plnení záväzkov. To zvyšuje ekonomickú dôveru, podporuje dlhodobé rozhodovanie (napr. spojené so súkromnými investíciami) a vytvára priaznivejšie finančné podmienky. Čo sa týka potenciálneho hospodárskeho rastu, fiškálne opatrenia, ktoré zlepšujú „kvalitu“ verejných financií, môžu mať priaznivý účinok na mieru hospodárskeho rastu, ktorý by bol zlučiteľný s cenovou stabilitou. Výdavky sektora verejnej správy na hmotný kapitál a ľudské zdroje môžu napríklad zlepšiť kvalitu výrobných faktorov. Daňové sadzby majú ďalej vplyv na stimuly k práci, úsporám, investíciám a inováciám. Vyšší hospodársky rast zas podporuje udržateľnosť, keďže splácanie dlhu sa vykonáva z väčšej hospodárskej základne.

Regulácia fiškálnej politiky podľa daných pravidiel je vo všeobecnosti výhodnejšia ako prístup ad hoc. Pravidlá môžu zabrániť neprímeranému sústredeniu sa na krátkodobý zisk a nezohľadňovaniu dlhodobých nákladov. Pravidlá môžu aj stabilizovať očakávania, čo poskytne hospodárskym subjektom oporu pre budúcu fiškálnu politiku v prípade šokov, a tým sa podporí dlhodobé plánovanie v súkromnom sektore. Pravidlá treba, samozrejme, dodržiavať, aby sa tieto výhody prejavili. Výhody dodržiavania pravidiel sú ešte vyššie v menovej únii, akou je EMU, kde sa deformácie fiškálnych stimulov môžu zosťriť. Môže napríklad vzniknúť značné zníženie vypovedacej schopnosti deficitu, keďže v prostredí jednej meny a integrovanejších finančných trhov je vplyv vyššej úrovne dlhu krajiny na úrokové miery nižší ako predtým. Fiškálne pravidlá v menovej únii musia byť uplatniteľné jednoducho, keďže sa musia uplatňovať pre všetky krajiny rovnako v snahe zabezpečiť rovnaké zaobchádzanie. Transparentný fiškálny rámec tiež zvyšuje uvedomelosť na finančných trhoch a verejnosti všeobecne a môže pomôcť vynucovať dodržiavanie pravidiel.

Strednodobý rámec založený na pravidlách, ktoré sa prijali v EMU, zohľadňuje kritériá krátkodobej stabilizácie, ako aj dlhodobej udržateľnosti. Referenčné hodnoty rozpočtového deficitu a dlhu sektora verejnej správy predstavujú spôsob podpory zodpovedného fiškálneho správania. Strednodobá rozpočtová pozícia blízko rovnováhy alebo v prebytku prispieva ku krátkodobej ekonomickej stabilizácii prostredníctvom voľného pôsobenia automatických stabilizátorov a súčasne bráni nadmernému deficitu v budúcnosti a zabezpečuje zlepšenie udržateľnosti verejných financií pôsobením na zníženie pomeru dlhu sektora verejnej správy.

Z hľadiska centrálnej banky, ktorej hlavným cieľom je udržať cenovú stabilitu, sa analýza fiškálnej politiky zameriava na vplyv fiškálnej politiky na infláciu a makroekonomickú stabilitu, pretože táto politika predstavuje súčasť prostredia, v ktorom má menová politika pôsobiť. Správna fiškálna politika podporuje menovú politiku vytváraním prostredia stabilných ekonomických podmienok z krátkodobého aj dlhodobého hľadiska.

NEVYHNUTNOSŤ ŠTRUKTURÁLNYCH REFORIEM

Druhou úlohou, pred ktorou stoja verejné financie v eurozóne, je integrovať plány fiškálnej konsolidácie do programu štrukturálnej reformy, ktorý podporuje ekonomický rast, konkurencieschopnosť a zamestnanosť. To tiež pomôže zvýšiť udržateľnosť rozpočtového vývoja, najmä v prostredí zvyšujúcej sa fiškálnej záťaže súvisiacej so starnutím obyvateľstva. Reformy v oblasti výdavkov sú v tomto ohľade rozhodujúce, hoci môže existovať určitý priestor na zvýšenie efektívnosti na strane príjmov. Reformy v oblasti výdavkov umožňujú fiškálnu konsolidáciu, pripravujú pôdu pre budúce znižovanie daní a môžu zabezpečiť, aby daňové systémy a systémy dávok v nezamestnanosti pôsobili prorastovejšie. V rámci daných výdavkových rozpočtov treba uprednostňovať produktívne investície do infraštruktúry a ľudského kapitálu.

SPOLAHLIVÉ ŠTATISTIKY PODPORUJÚ DÔVERYHODNOSŤ FIŠKÁLNEHO RÁMCA

Po tretie, úplnosť a kvalita štatistík o financiách verejného sektora je nutnou podmienkou dôveryhodnosti fiškálneho rámca EÚ. Zásadné revízie minulých údajov o deficite – vykonané napríklad v prípade Grécka v roku 2004 – poškodzujú, samozrejme, dôveru verejnosti a dôveryhodnosť celého rámca. Znemožňujú presnú a včasnú identifikáciu nerovnováh a potreby ozdravenia, čo môže spôsobiť vážne oneskorenie pri uplatňovaní opatrení fiškálnej politiky. Keďže zvyšujú neistotu fiškálneho monitorovania, znižujú hodnotu postupov mnohostranného dohľadu, a tým zoslabujú účinnosť tlakov zo strany partnerských krajín. Preto je veľmi dôležité, aby sa prijalo opatrenie na zabezpečenie spoľahlivého zostavovania a včasného nahlasovania štatistiky financií

sektora verejnej správy. Všetky členské štáty musia pri vykazovaní výdavkov a príjmov dodržiavať európske účtovné pravidlá. Ako vyhlásila Rada ECOFIN 2. júna 2004, rozpočtová štatistika nesmie podliehať politickým a volebným cyklom.

2.6. VÝVOJ VÝMENNÝCH KURZOV A PLATOBNEJ BILANCIE

EURO ĎALEJ POSILŇovalo PRI VÝRAZNOM OSLABOVANÍ AMERICKÉHO DOLÁRA

Počas prvých deviatich mesiacov roku 2004 bol vývoj hlavných dvojstranných výmenných kurzov eura na devízových trhoch dosť mierny, najmä v porovnaní s výrazným zhodnocovaním eura v predchádzajúcich dvoch rokoch. Následne euro výrazne posilnilo, najmä voči americkému doláru. Na konci roku 2004 bol efektívny výmenný kurz eura mierne nad svojou úrovňou zo začiatku roka, čo bolo odrazom výrazného zhodnotenia voči americkému doláru, ázijským menám naviazaným na americkú menu a v menšej miere voči japonskému jenu. To bolo čiastočne neutralizované oslabením eura voči menám menších obchodných partnerov eurozóny (švajčiarsky frank, nórska koruna a kórejský won), ako aj menám viacerých nových členských štátov EÚ.

Po stabilizácii eura v januári a februári 2004 stratilo euro, v prostredí zlepšujúceho sa globálneho ekonomického výhľadu a meniaceho sa trhového vnímania základných síl vplývajúcej na výmenné kurzy, časť svojho predchádzajúceho prírastku. Súčasne silneli signály, že v Spojených štátoch a Japonsku nastáva oživenie, kým výhľad pre eurozónu bol naďalej miernejší. To viedlo k zmene pozornosti trhu od veľkého a pretrvávajúceho deficitu amerického bežného účtu k očakávaniam vyšších výnosov v USA, čo podporilo americkú menu. Od mája do polovice októbra 2004 euro mierne posilnilo v prostredí postupne sa zlepšujúceho výhľadu hospodárstva eurozóny, keď sa objavili opatrné náznaky rozšírenia hospodárskej expanzie z vývozného sektora na domáci dopyt. Súčasne sa obavy trhu z výhľadu globálneho rastu – motivované



hlavne geopolitickou neistotou a zvyšujúcimi sa cenami ropy – stali faktorom, ktorý opäť pôsobil na znižovanie amerického dolára a japonského jenu. Rozhodnutia FOMC zvýšiť úrokové sadzby už boli premietnuté do cien na finančných trhoch a nemali vplyv na vývoj výmenných kurzov. Od polovice októbra však euro výrazne posilnilo voči americkej mene, ako aj voči viacerým ázijským menám, ktoré sú formálne alebo neformálne naviazané na dolár. To nastalo v prostredí rozsiahleho oslabovania americkej meny v poslednom štvrtroku 2004. Počas tohto štvrtroka americký dolár dosiahol mnohoročné minimum voči euru, anglickej libe a japonskému jenu.

Na konci roku 2004 bol nominálny efektívny kurz eura – meraný voči menám 23 hlavných obchodných partnerov eurozóny – 2,3 % nad úrovňou zaznamenanou na začiatku roka. Toto celkové posilnenie v roku 2004 zakrýva protichodné pohyby eura voči mnohým partnerským menám zahrnutým do indexu efektívneho výmenného kurzu. Presnejšie, euro posilnilo výrazne voči americkému doláru, ako aj voči čínskemu jüanu a hongkonskému doláru, ktoré sú napojené na americkú menu. Dňa 31. decembra 2004 dosiahlo euro 1,36 USD, čo je posilnenie zhruba o 8,2 % oproti hodnote na začiatku roka. Počas toho istého

obdobia euro posilnilo aj voči japonskému jenu (o 3,7 %) a na konci roka sa predávalo za 139,7 JPY, čo znamenalo posilnenie japonského jenu voči americkému doláru o viac ako 4 %. Voči anglickej libe malo euro na konci roka hodnotu 0,71 GBP, t. j. ostalo nezmenené v porovnaní s jeho úrovňou z 2. januára 2004.

Euro sa súčasne mierne znehodnocovalo voči švajčiarskemu franku, nórskej korune a o niečo výraznejšie voči kórejskému wonu (o 6,3 %). Tiež sa znehodnotilo voči menám viacerých nových členských štátov EÚ, českej korune, maďarskému forintu, poľskému zlotému a slovenskej korune (pozri tiež časť 3). Mierne posilnila aj cyperská libra, kým lotyšský lats, ktorý bol čiastočne naviazaný na americký dolár, oslabil voči euru. S účinnosťou od 1. januára 2005 sa však lotyšský lats naviazal na euro pri kurze 0,702804 LVL a potom sa obchodoval blízko tohto kurzu. Maltská líra zostala v roku 2004 relatívne stabilná voči euru, čo bolo odrazom dominantnej váhy eura v menovom koši, na ktorý je líra naviazaná.

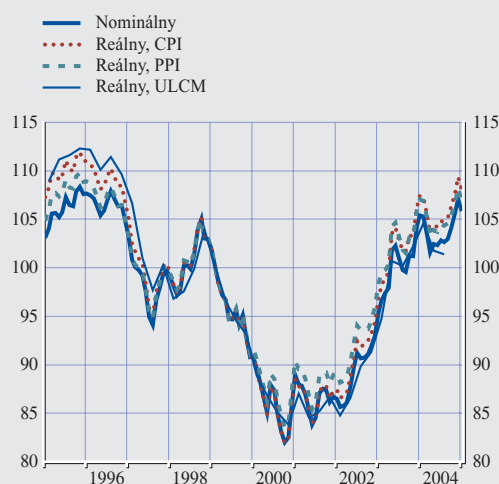
V ERM II sa dánska koruna obchodovala blízko svojej centrálnej parity, kým meny, ktoré vstúpili do ERM II 28. júna 2004 (estónska koruna, litovský litas a slovinský tolar), sa pohybovali vo veľmi úzkom pásme, alebo boli nezmenené voči svojej centrálnej parite voči euru.

V prvých dvoch mesiacoch 2005 euro pokleslo voči väčšine hlavných mien, najmä voči americkému doláru. Vývoj výmenných kurzov eura bol v tomto období ovplyvnený znakmi veľkej hospodárskej aktivity v USA, kým obavy trhu z deficitu bežného účtu USA sa trochu utlmili. K 24. februáru 2005 bol nominálny efektívny kurz eura približne 1,4 % pod svoju úroveň zo začiatku roka. Znehodnotenie eura bolo odrazom oslabenia voči americkému doláru, čínskemu jüanu a v menšej miere voči anglickej libe, ktoré majú relatívne vysokú váhu v indexe výmenného kurzu eura váženého zahraničným obchodom.

Reálny efektívny výmenný kurz eura – založený na nákladových a cenových indexoch – v roku 2004 naďalej rástol, v zhode so zvyšovaním

Graf 29 Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura¹⁾

(mesačné/štvrtročné údaje; index: 1999 Q1 = 100)

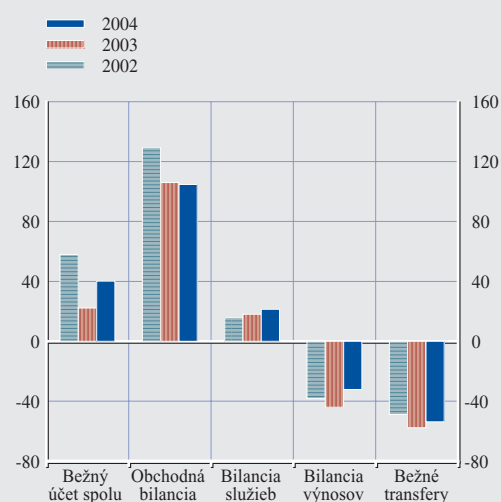


Zdroj: ECB.

1) Pohyb indexov EER nahor znamená zhodnotenie eura. Posledné mesačné údaje sú z decembra 2004. V prípade reálneho EER založeného na ULCM sú posledné údaje z tretieho štvrtroka 2004 a sčasti sú založené na odhadoch.

Graf 30 Bežný účet platobnej bilancie a jeho zložky

(v mld. EUR; sezónne očistené)



Zdroj: ECB.

nominálneho efektívneho výmenného kurzu (graf 29). V štvrtom štvrtroku 2004 indexy reálneho efektívneho výmenného kurzu eura boli vysoko nad svojou úrovňou z prvého štvrtroka 1999 a údaje založené na vývoji spotrebiteľských cien a cien výrobcov boli tiež veľmi blízko k najvyšším úrovňam zaznamenaným v posledných desiatich rokoch.

PREBYTOK BEŽNÉHO ÚČTU SA V ROKU 2004 MIERNE ZVÝŠIL

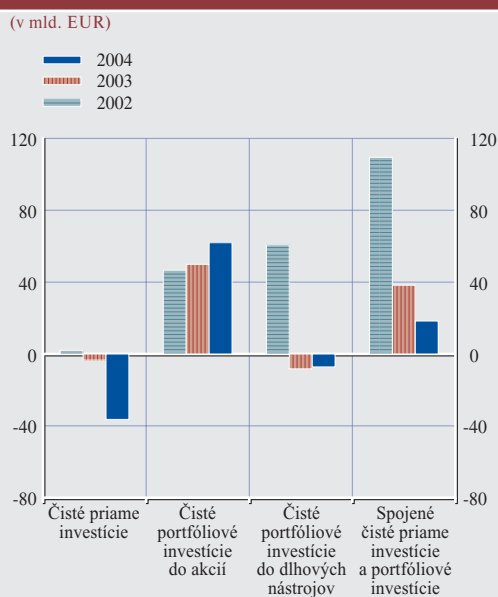
Prebytok bežného účtu eurozóny sa v roku 2004 zvýšil na 40,2 mld. EUR (t. j. približne 0,5 % HDP), z 22,2 mld. EUR v roku 2003 (0,3 % HDP). Toto zvýšenie spôsobil hlavne pokles deficitu bilancie výnosov a bežných transferov spolu s malým zvýšením prebytku bilancie služieb (graf 30). Prebytok obchodnej bilancie sa v podstate nezmenil, keďže hodnoty dovozu a vývozu tovarov vzrástli takmer rovnako.

V priebehu roka 2004 však 12-mesačný kumulatívny sezónne očistený prebytok obchodnej bilancie zaznamenal dva výrazné pohyby. V prvom polroku najprv vzrástol (zo 106 mld. EUR v decembri 2003 na viac ako 125 mld. EUR v júni 2004), najmä v dôsledku silného vývozu v tomto období. Následne však klesol približne na úroveň z konca roku 2003 v dôsledku silného dovozu zaznamenaného v druhom a treťom štvrtroku 2004 a spomaleniu vývozu v druhom polroku. Pokiaľ ide o pokles deficitu bilancie výnosov, ten odrážal predovšetkým výrazné zvýšenie položiek na príjmovej strane výnosov, ktoré rástli rýchlejšie ako položky na výdavkovej strane výnosov. Zvýšenie príjmov z výnosov sa zdá byť z najväčšej časti živené priaznivým vývojom rentability investícií v dôsledku silného rastu globálnej ekonomiky, ktorý viac ako kompenzuje negatívny vplyv vyššieho eura (keďže jeho zhodnocovanie znižuje na eurá prepočítanú hodnotu položiek na príjmovej strane výnosov prijatých v cudzích menách).

Vývoj vývozu a dovozu tovarov možno lepšie pochopiť rozložením hodnôt na ceny a objemy na základe štatistiky zahraničného obchodu Eurostatu (údaje, ktoré sú k dispozícii

pokrývajú obdobie do októbra 2004). Toto rozloženie ukazuje, že silný nárast hodnôt vývozu zaznamenaný v prvom polroku možno pripočítať najmä silnému rastu objemov vývozu, zatiaľ čo vývozné ceny zostali utlmené. Zdá sa preto, že negatívny účinok zhodnotenia eura na objemy vývozu eurozóny bol viac ako vyvážený silným rastom zahraničného dopytu počas prvého polroka 2004. Z geografického hľadiska osobitne rýchlo rástli objemy vývozu do Ázie a nových členských štátov EÚ. Hoci určité tlaky pôsobili na zvyšovanie vývozných cien zo strany zvyšujúcich sa nákladov spôsobených vyššími cenami ropy, mohlo to byť sčasti neutralizované určitým znížením čistého zisku, keďže vývozcovia sa pokúšali sčasti kompenzovať stratu cenovej konkurencieschopnosti vyplývajúcu zo zhodnotenia eura. Zdá sa, že pokles vývozu z eurozóny v druhom polroku vyplýva najmä zo slabšieho vývozu do Ázie a nových členských štátov, hoci aj vývoz do Spojených štátov sa výrazne spomalil. Čo sa týka zvýšenia hodnoty dovozu tovarov v druhom a treťom štvrtroku 2004, tento bol odrazom zvýšenia tak cien, ako aj objemov. Najväčšiu časť zvýšenia cien

Graf 31 Saldo finančného účtu a jeho zložky



Zdroj: ECB.

dovozu spôsobila vyššia cena ropy. Časť zvýšenia objemov dovozu možno pripísať oživeniu domáceho dopytu eurozóny, najmä vo vysoko dovozne náročných kategóriách výdavkov.

ČISTÝ PRÍLEV SPOJENÝCH PRIAMYCH A PORTFÓLIOVÝCH INVESTÍCIÍ V ROKU 2004

V rámci finančného účtu zaznamenali v roku 2004 priame a portfóliové investície celkovo čistý prílev 18,3 mld. EUR, v porovnaní s čistým prílevom 38,3 mld. EUR v roku 2003. Nižšia úroveň finančných tokov do eurozóny bola najmä dôsledkom zvýšeného čistého odlevu priamych investícií (graf 31).

Vývoj priamych investícií môže byť v prvom rade spôsobený postupným poklesom prílevu priamych zahraničných investícií do eurozóny, najmä v dôsledku skutočnosti, že priame investície nerezidentov do majetkového kapitálu v eurozóne tvorili len tretinu hodnoty dosiahnutej v minulom roku. Tento pokles bol väčší ako pokles priamych investícií eurozóny do zahraničia vo forme majetkového kapitálu a môže sčasti odrážať výhľad silnejšieho hospodárskeho rastu globálnej ekonomiky v roku 2004 v porovnaní s eurozónou.



Rast čistého prílevu portfóliových investícií bol spôsobený najmä rastom čistých nákupov majetkových cenných papierov eurozóny nerezidentmi. Výsledky prieskumov trhu ukázali obnovený záujem zahraničných investorov o majetkové cenné papiere eurozóny. Skutočnosť, že majetkové cenné papiere eurozóny boli považované za relatívne cenovo atraktívnejšie, spolu s očakávaniami zhodnocovania eura v priebehu roka 2004 tiež prispeli k tomuto vývoju.

Čo sa týka dlhových nástrojov, cezhraničné toky vykázali v rokoch 2003 a 2004 podobný vývoj a dosahovali približne 200 mld. EUR tak na strane aktív, ako aj pasív. Na strane pasív to bola nízka úroveň krátkodobých úrokových sadziieb v eurozóne, ktorá nepodnecovala zahraničné investície do nástrojov peňažného trhu eurozóny a nerezidenti investovali takmer výlučne do dlhopisov a zmeniek eurozóny. Na strane aktív investori eurozóny umiestnili okolo 75 % svojho zahraničného portfólia dlhových nástrojov do dlhopisov a zmeniek a 25 % do nástrojov peňažného trhu. Z porovnania s rokom 2003 vyplýva, že v roku 2004 rezidenti prikladali menšiu váhu zahraničným dlhopisom a zmenkám. To môže byť spojené s predvídaním možných kapitálových strát v dôsledku očakávania vyšších dlhodobých úrokových sadziieb v Spojených štátoch. Toky dlhopisov eurozóny do Spojených štátov v skutočnosti poklesli zo 75 mld. EUR v roku 2003 na 29 mld. EUR za prvé tri štvrtroky 2004.

Na základe kumulovaných tokov za prvé tri štvrtroky 2004 eurozóna zaznamenala čistý odlev priamych zahraničných investícií voči väčšine jej hlavných partnerských krajín, okrem Spojených štátov a Švajčiarska. Spojené kráľovstvo a Spojené štáty boli hlavnými prijímateľmi priamych investícií eurozóny a hlavnými investormi v eurozóne.

Geografické členenie portfóliových investícií ukazuje, že zahraničné portfóliové investície eurozóny boli v prvých troch štvrtrokoch 2004 orientované prevažne na Spojené kráľovstvo a Spojené štáty, ktoré sú tradične hlavnými

prijímateľmi tejto kategórie investícií. Investori eurozóny sa tiež orientovali na japonské majtkové cenné papiere a ich nákupy výrazne prevyšovali predaje. Zlepšenie hospodárskeho výhľadu v Japonsku, najmä začiatkom roka 2004, zrejme ovplyvnilo rozhodnutia investorov eurozóny, týkajúce sa portfóliových investícií.

3. HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EÚ NEPATRIACICH DO EUROZÓNY

HOSPODÁRSKA ČINNOSŤ

Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny bol podľa predbežných ukazovateľov v roku 2004 pomerne výrazný a vo všeobecnosti rýchlejší ako priemer eurozóny (tabuľka 6). Rast HDP bol najrýchlejší v pobaltských štátoch a Poľsku, v krajinách s najnižšou úrovňou HDP na osobu v EÚ. Na druhej strane bol najnižší v Dánsku a na Malte, hoci rast reálneho HDP sa v týchto krajinách začal zotavovať z tlmeného tempa, ktoré prevládalo v roku 2003.

Na raste HDP v mnohých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny sa v roku 2004 najviac podieľal domáci dopyt. Najmä tvorba hrubého fixného kapitálu bola hlavným faktorom, ktorý pôsobil na rast produkcie. Rast dôvery v priemysle, vysoký stupeň využitia kapitálu a zlepšenie výhľadu v oblasti dopytu prispeli k oživeniu investícií v mnohých nových členských štátoch, v Dánsku a vo Švédsku. V mnohých nových členských štátoch, najmä v pobaltských štátoch, rast domáceho dopytu bol odrazom aj výrazného rastu súkromnej spotreby, ktorý podporil rast reálneho disponibilného dôchodku súvisiaci s dynamickým zvýšením miezd

a zlepšenia trhu práce. V Spojenom kráľovstve sa rast súkromnej spotreby udržiaval dobrými výsledkami trhu práce a rastom bytovej výstavby. V mnohých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny, najmä v pobaltských štátoch a Maďarsku, podporil spotrebu domácností aj vysoký, a v niektorých prípadoch zvyšujúci sa, objem úverov pre súkromný sektor. Okrem toho vo väčšine nových členských štátov očakávaní zvyšovania cien, vyplývajúce zo zmien daní a regulovaných cien v súvislosti so vstupom do EÚ, stimulovali v prvej polovici roku 2004 spotrebné výdavky. V niektorých krajinách zasa fiškálne smerovanie zostalo pomerne voľné.

Pokiaľ ide o zahraničný dopyt, príspevok čistého vývozu k rastu reálneho HDP sa v jednotlivých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny výrazne líšil. Kým v Poľsku a vo Švédsku zahraničný dopyt výrazne podporoval rast produkcie, vo väčšine nových členských štátov a v Spojenom kráľovstve pôsobil povzbudivo na hospodársky rast. Napriek rôznorodosti zostal rast vývozu a dovozu v roku 2004 celkovo pomerne silný, najmä v nových členských štátoch. Rast obchodu s tovarom a službami bol podporený najmä odstránením obchodných

Tabuľka 6 Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Česká republika	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Dánsko	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estónsko	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Cyprus	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Lotyšsko	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litva	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Maďarsko	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Poľsko	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slovinsko	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slovensko	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Švédsko	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Spojené kráľovstvo	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EÚ-10 ¹⁾	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EÚ-13 ²⁾	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Eurozóna	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Štvrťročné údaje za Českú republiku sú sezónne očistené a za Spojené kráľovstvo očistené o sezónne a kalendárové vplyvy.

1) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať nových členských štátov EÚ.

2) Agregát EÚ-13 zahŕňa trinásť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny.

prekážok po vstupe do EÚ, vyšším dopytom zahraničnoobchodných partnerov a ďalším zvýšením produktivity.

V dôsledku oživenia hospodárskej aktivity, rozsiahleho prílevu priamych zahraničných investícií prijatých v niekoľkých posledných rokoch a prebiehajúcej štrukturálnej reformy sa situácia na trhu práce v roku 2004 postupne zlepšovala vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, najmä v pobaltských štátoch. Rast zamestnanosti však bol vo väčšine nových členských štátov dosť utlmený, v dôsledku predchádzajúceho zvýšenia miezd v niektorých krajinách a nesúladu kvalifikačnej štruktúry ponuky a dopytu na trhu práce. V niektorých krajinách, najmä v Poľsku a na Slovensku, zostala miera nezamestnanosti veľmi vysoká. V Spojenom kráľovstve bol trh práce napätejší.

VÝVOJ CIEN

Dynamika cien v jednotlivých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny bola v roku 2004 značne rôznorodá. Dánsko, Litva, Švédsko a Spojené kráľovstvo zaznamenali najnižšie ročné miery inflácie HICP vo výške okolo 1 %, teda značne pod priemerom eurozóny. Vo

väčšine nových členských štátov bola inflácia HICP vyššia ako priemer eurozóny. V Lotyšsku, Maďarsku a na Slovensku boli ročné miery inflácie HICP takmer trojnásobne vyššie ako priemer eurozóny.

Väčšina nových členských štátov zaznamenala v roku 2004 vyššie miery inflácie HICP v porovnaní s rokom 2003 (tabuľka 7). Najvýraznejšie zvýšenie inflácie sa zaznamenalo v Českej republike, Lotyšsku, Litve, Maďarsku a Poľsku. V niektorých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny však v roku 2004 priemerné miery inflácie klesli. Najvýraznejšie zníženie bolo zaznamenané na Cypre a v Slovinsku. Okrem toho jednotlivé krajiny mali v roku 2004 aj odlišný profil inflácie. V mnohých krajinách sa inflácia výrazne zvýšila v prvej polovici roku 2004 a potom sa v druhej polovici roka buď stabilizovala na vyššej úrovni, alebo postupne klesala. V niekoľkých ďalších členských štátoch však miery inflácie HICP zostali v podstate stabilné počas celého roka.

Vývoj inflácie v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny bol sčasti poháňaný niektorými spoločnými faktormi, najmä

Tabuľka 7 Inflácia HICP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Česká republika	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Dánsko	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estónsko	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Cyprus	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Lotyšsko	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litva	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Maďarsko	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Poľsko	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slovinsko	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slovensko	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Švédsko	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Spojené kráľovstvo	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EÚ-10 ¹⁾	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EÚ-13 ²⁾	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Eurozóna	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Zdroj: Eurostat.

1) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať nových členských štátov EÚ.

2) Agregát EÚ-13 zahŕňa trinásť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny.

Tabuľka 8 Fiškálna pozícia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne

(v percentách HDP)

	Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy				Hrubý dlh verejnej správy			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Česká republika	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Dánsko	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estónsko	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Cyprus	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Lotyšsko	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litva	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Maďarsko	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Poľsko	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slovinsko	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slovensko	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Švédsko	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Spojené kráľovstvo ¹⁾	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EÚ-10 ²⁾	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EÚ-13 ³⁾	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Eurozóna	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú založené na definícii postupu pri nadmernom deficite, Rozpočtové saldo nezahŕňa výnosy z predaja licencií UMTS.

1) Odhady za kalendárny rok.

2) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať nových členských štátov EÚ.

3) Agregát EÚ-13 zahŕňa trinásť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny.

výrazným zvýšením cien ropy v roku 2004. Konkrétny vplyv tohto faktora na infláciu bol však v jednotlivých krajinách odlišný a bol predovšetkým odrazom rozdielov v profile spotreby, trhových štruktúrach a energetickej náročnosti výroby. Okrem toho v niektorých krajinách sa reakcia na vyššie ceny ropy nemusela v roku 2004 ešte v plne miere prejaviť v inflácii. Niektoré inflačné tlaky vznikli aj z výrazného rastu reálneho HDP vo väčšine krajín. V mnohých krajinách preto začali rásť tlaky na mzdy.

V nových členských štátoch spôsobil určité inflačné tlaky aj vstup do EÚ. Ceny potravín vo väčšine nových členských štátov v prvej polovici roka rástli, keďže tieto krajiny boli integrované do Spoločnej poľnohospodárskej politiky a odstránili sa zostávajúce obchodné prekážky v tomto sektore. Vzhľadom na pomerne veľký podiel cien potravín v spotrebných košoch HICP týchto krajín, vo väčšine nových členských štátov to malo výraznejší vplyv na infláciu HICP. Okrem toho sa v mnohých nových členských štátoch zvýšili nepriame dane a spotrebné dane, aby sa zosúladiť s úrovňami prevládajúcimi v EÚ. Očakávané zvýšenie cien

vyvolané daňami po vstupe do EÚ viedlo na začiatku roku 2004 k vyššiemu dopytu, čo tiež spôsobilo vyššiu infláciu. V druhej polovici roku 2004 však v mnohých krajinách začal postupne tento vplyv pôsobiť opačne. Okrem toho sa v niektorých nových členských štátoch podstatne zvýšili regulované ceny s cieľom dokončiť transformáciu niektorých štátnych podnikov, aby vyrábali na úrovni nákladovej rentability.

Vývoj inflácie bol v roku 2004 ovplyvnený aj vývojom nominálnych efektívnych výmenných kurzov a jeho oneskoreným premietnutím do dovozných cien. V mnohých krajinách, najmä v Českej republike, Maďarsku a na Slovensku, mal vývoj efektívneho výmenného kurzu tlmiači účinok na infláciu, kým v iných, napríklad v Lotyšsku, tento vplyv prispel k inflačným tlakom. V Poľsku prispel oneskorený dopad vývoja výmenných kurzov k zvýšeniu inflácie HICP v prvej polovici roku 2004, ale v druhej polovici roku bol ich vplyv opačný.

FIŠKÁLNA POLITIKA

Tri členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny (Estónsko, Dánsko a Švédsko) v roku 2004 zaznamenali fiškálny prebytok a desať

krajín zaznamenalo fiškálny deficit. Ako je uvedené z rozhodnutí Rady ECOFIN z 5. júla 2004, šesť krajín (Česká republika, Cyprus, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko) je v situácii nadmerného deficitu. Vo všetkých prípadoch, okrem Cypru, rozhodnutia Rady povolili korekciu týchto nadmerných deficitov v strednodobom rámci vzhľadom na existenciu osobitných okolností, keďže (i) deficit sektora verejnej správy po vstupe do EÚ bol výrazne nad referenčnou hodnotou a (ii) v prípade Českej republiky, Maďarska, Poľska a Slovenska ešte prebiehala štrukturálna zmena k modernému trhovému hospodárstvu, sprevádzajúca proces reálnej konvergenencie. Spojené kráľovstvo zaznamenalo pomer deficitu nad referenčnou hodnotou 3 % HDP tak v roku 2003, ako aj 2004. Veľké množstvo krajín, ktoré majú nadmerný deficit, poukazuje na pretrvávajúcu potrebu vyššej odhodlanosti k realizácii štrukturálnych reforiem a fiškálnej konsolidácii na politickej úrovni.

Rozpočtové saldo sektora verejnej správy sa zlepšilo v desiatich z 13 členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a zhoršilo sa v zostávajúcich troch krajinách (tabuľka 8). Zlepšenie možno vysvetliť zväčša dočasnými faktormi, ako aj pozitívnym efektom hospodárskeho cyklu. V Českej republike a na Malte, v krajinách, ktoré zaznamenali najvýraznejšie zlepšenie svojho fiškálneho salda, mali na zvýšenie deficitu v roku 2003 výrazný vplyv dočasné faktory.

V roku 2004 zostal pomer dlhu väčšiny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny výrazne nižší ako priemerný pomer dlhu v eurozóne. Pomer dlhu poklesol v šiestich z 13 členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, v zhode so zlepšením rozpočtových sald verejnej správy. V ostatných krajinách zvýšenie pomeru dlhu bolo predovšetkým odrazom nízkeho pomeru primárneho prebytku a dlh zvyšujúcich úprav deficitu/dlhu, t. j. zmenami dlhu sektora verejnej správy, ktoré nemožno vysvetliť deficitom/prebytkom. Len Cyprus a Malta opäť zaznamenali pomer dlhu vyšší ako referenčná hodnota 60 % HDP.



Vo väčšine krajín boli rozpočtové výsledky v roku 2004 v podstate v súlade s cieľmi programov konvergenencie predložených v máji 2004, alebo boli ešte lepšie. Vo viacerých krajinách bola situácia na strane príjmov priaznivejšia, ako sa očakávalo a realizácia výdavkov sa vo všeobecnosti približovala vopred určeným výdavkovým profilom. Znaky podstatného sklzu oproti cieľom programu konvergenencie z mája 2004 vykázalo Maďarsko. Okrem toho niektoré vlády (napríklad v Estónsku a Litve) použili časť prebytku príjmov v roku 2004 na financovanie dodatočných výdavkov a nie na zlepšenie rozpočtového salda.

VÝVOJ PLATOBNEJ BILANCIE

Čo sa týka vzťahov so zahraničím, Švédsko a Dánsko v roku 2004 naďalej vykazovali výrazné prebytky na svojich bežných účtoch, kým Spojené kráľovstvo a väčšina nových členských štátov zaznamenali deficit bežného účtu, ktoré v niektorých krajinách boli dosť veľké (tabuľka 9). Jedinou výnimkou bolo Slovensko, ktoré aj v minulosti dosahovalo v podstate rovnovážnu pozíciu bežného účtu. Obzvlášť veľké deficity bežného účtu – blízko 10 % HDP alebo nad touto úrovňou – boli zaznamenané v pobaltských štátoch a Maďarsku, kým Slovensko a Poľsko dosiahli miernejšie deficity bežného účtu, ktoré sa počas posledných dvoch rokov znižovali v porovnaní s predchádzajúcimi dvoma rokmi.

Tabuľka 9 Platobná bilancia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne

(v percentách HDP)

	Saldo bežného a kapitálového účtu				Čistý prílev PZI			
	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2001	2002	2003	2004 ¹⁾
Česká republika	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Dánsko	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estónsko	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Cyprus	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Lotyšsko	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litva	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Maďarsko	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Poľsko	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slovinsko	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slovensko	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Švédsko	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Spojené kráľovstvo	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Eurozóna	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Zdroj: ECB.

1) Údaje za rok 2004 sú štvrtročným kľzavým priemerom za štvrtý štvrťrok 2003 až tretí štvrťrok 2004. V prípade Cypru priemer je za tretí štvrťrok 2003 až druhý štvrťrok 2004.

V mnohých nových členských štátoch bolo zvýšenie deficitu bežného účtu v roku 2004 spojené s výrazným rastom dovozu v dôsledku silného domáceho dopytu a vysokých cien ropy. Na pozíciu bežného účtu mali vplyv aj ďalšie štrukturálne a dočasné faktory. Zo štrukturálnych je to fakt, že deficit bežného účtu predstavuje prirodzený jav v prípade dobiehajúcich ekonomík, akými sú nové členské štáty. Hoci tieto deficity mohli signalizovať problémy týkajúce sa udržateľnosti zahraničnoobchodnej pozície, deficity bežného účtu v mnohých nových členských štátoch boli do určitej miery spojené aj s rastom deficitu výnosov, čo je odrazom príjmov spojených s minulým prílevom priamych zahraničných investícií. Na saldo bežného účtu mohol mať vplyv, ako dočasný faktor, aj samotný proces vstupu do EÚ, keďže napríklad spoločnosti zvýšili svoje zásoby v očakávaní vyšších cien alebo znížili saldo transferov v dôsledku platieb do EÚ.

Keď sa pozeráme na finančnú stránku platobnej bilancie, čistý prílev priamych zahraničných investícií sa v roku 2004 vo väčšine nových členských štátov EÚ trochu zotavil, po spomalení v predchádzajúcom roku (tabuľka 9). Z týchto krajín v roku 2004 jedine Slovinsko zaznamenalo mierny odlev čistých priamych zahraničných investícií. Čo sa týka ostatných

členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, Dánsko a Švédsko zaznamenali v roku 2004 čistý odlev priamych zahraničných investícií, kým v Spojenom kráľovstve sa po miernom odleve v predchádzajúcich rokoch vývoj čistých priamych zahraničných investícií dostal do kladných čísel. Čisté priame zahraničné investície celkove predstavovali v posledných rokoch dôležitý zdroj financovania pre mnohé členské štáty nepatriace do eurozóny, hoci vo väčšine prípadov tento prílev nebol dostatočný na pokrytie deficitu bežného účtu. Čistý prílev do portfóliových investícií a „ostatných investícií“ predstavoval dodatočné finančné zdroje. V dôsledku toho sa tiež zvýšila zahraničná zadlženosť niektorých krajín.

ERM II A OTÁZKY SÚVISIACE S VÝMENNÝMI KURZAMI

Dňa 28. júna 2004 sa Estónsko, Litva a Slovinsko pripojili k Dánsku ako účastníci ERM II. Vstúpili do mechanizmu so štandardným fluktuácnym pásmom $\pm 15\%$ okolo svojich centrálnych parít voči euru, pričom Estónsko a Litva si ponechali svoje menové rady ako jednostranný záväzok. Krajiny sa na zabezpečenie bezproblémovej účasti v ERM II pevne zaviazali prijať potrebné opatrenia na zachovanie makroekonomickej stability a stability výmenného kurzu. Box 10 vysvetľuje základné princípy ERM II.

HLAVNÉ PRVKY MECHANIZMU VÝMENNÝCH KURZOV II

So zavedením eura 1. januára 1999 Mechanizmus výmenných kurzov II (ERM II) nahradil Európsky menový systém (a jeho zložku mechanizmus výmenných kurzov), ktorý fungoval od roku 1979. ERM II je mnohostranná dohoda o fixných, ale upraviteľných výmenných kurzoch, s dvojstrannou centrálnou paritou medzi eurom a každou účastníckou menou, a o štandardnom flukтуаčnom pásme $\pm 15\%$ okolo týchto centrálnych parít.

Účasť v ERM II po dobu aspoň dvoch rokov bez výrazného napätia pred preverením ekonomickej konvergenencie je požiadavkou na splnenie kritéria výmenného kurzu maastrichtských konvergenčných kritérií, ktoré treba splniť na prijatie eura. Ekonomickým zmyslom tejto požiadavky je, že pomáha členským štátom nepatriacim do eurozóny orientovať ich politiku smerom k stabilite a zvyšuje šance dosiahnuť trvalú konvergenciu fundamentov hospodárstva.

Je to odrazom myšlienky, že samotné ekonomické podmienky a hospodárska politika účastníckych členských štátov by mali byť v súlade s udržiavaním stanovených centrálnych parít. Celkovým cieľom tohto procesu je podporovať makroekonomickú stabilitu v nových členských štátoch EÚ a tým poskytnúť najlepší možný príspevok k udržateľnému rastu a reálnej konvergencii. Takisto správna makroekonomická politika a stabilné výmenné kurzy podporujú bezproblémové fungovanie vnútorného trhu.

Podľa Rady guvernérov samotný mechanizmus aj požiadavky na hospodársku politiku sú postavené tak, aby pomohli členským štátom nepatriacim do eurozóny v ich úsilí prijať euro a súčasne pomáhajú riešiť zložitý vzťah medzi fundamentmi hospodárstva a stabilitou výmenného kurzu.¹

Tento mechanizmus predpokladá škálu nástrojov menovej politiky, ktoré možno kombinovať pri riešení trhových tlakov: opatrenia v oblasti úrokových mier, flexibilita výmenného kurzu v rámci daného pásma, intervencie a možnosť stanovenia novej centrálnej parity.

Čo sa týka vykonávacieho hľadiska, rozhodnutia týkajúce sa centrálnej parity a štandardného flukтуаčného pásma sa prijímajú na základe vzájomnej dohody ministrov jednotlivých krajín eurozóny, ECB a ministrov a guvernérov centrálnych bánk členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny zapojených do mechanizmu. Za monitorovanie fungovania ERM II zodpovedá Generálna rada a slúži ako fórum menovej spolupráce a spolupráce v oblasti výmenných kurzov. Sústavne pozorne monitoruje udržateľnosť dvojstranných výmenných kurzov medzi každou účastníckou menou a eurom.

¹ Pozri tiež Stanovisko Rady guvernérov Európskej centrálnej banky k otázkam výmenných kurzov týkajúce sa prístupujúcich krajín, 18. december 2003.

Tabuľka 10 Vývoj v ERM II

(v percentuálnych bodoch)

	DKK	EKK	LTL	SIT
Maximálna odchýlka od centrálnej parity ERM II ¹⁾ (desaťdňový kľzavý priemer údajov podľa denného kurzového lístka)				
Odchýlka nahor	+0,5	0,0	0,0	0,0
Odchýlka nadol	0,0	0,0	0,0	-0,2
Diferenciál krátkodobých úrokových mier (mesačné údaje, priemer)				
4. štvrťrok 2004	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Sledované obdobie pre Estónsko, Litvu a Slovinsko je od 28. júna 2004 do 24. február 2005. Pre Dánsko je sledované obdobie od 1. novembra 2002 do 24. február 2005.

Účasť v ERM II nebola spojená s napätím na devízových trhoch v žiadnej účastníckej krajine. Štyri meny v ERM II sa trvalo obchodovali na úrovni svojej centrálnej parity alebo blízko nej, pričom diferenciály krátkodobej úrokovej miery voči eurozóne boli vo väčšine krajín malé (tabuľka 10). Slovinská centrálna banka v súvislosti so vstupom do ERM II bezproblémovo ukončila trend postupného oslabovania slovinského tolaru voči euru.

Väčšina mien členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny v roku 2004 posilňovala voči euru a zhodnotil sa aj ich kurz vážený zahraničným obchodom. Oslabovanie eura bolo osobitne zreteľné voči menám viacerých väčších nových členských štátov EÚ, v prostredí pomerne priaznivého výhľadu pre hospodársky rast týchto krajín (graf 32). Najväčšie zhodnotenie voči

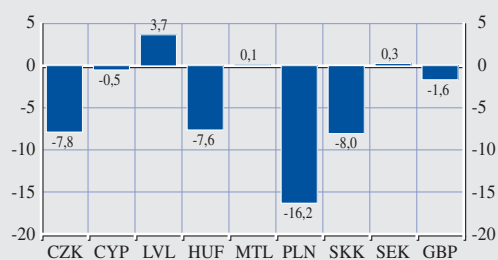
euru v roku 2004 zaznamenal poľský zlotý, za ním nasledovala česká koruna, slovenská koruna a maďarský forint. Naproti tomu lotyšský lats, ktorý bol v roku 2004 čiastočne naviazaný prostredníctvom režimu výmenného kurzu na americký dolár, sa voči euru oslabil. Lotyšsko od začiatku roku 2005 zmenilo naviazanie latsu z menového koša SDR (special drawing rights – zvláštne práva čerpania) na euro pri kurze 0,702804 LVL za euro. Lats sa od zmeny naviazania pohyboval v úzkom pásme okolo tohto kurzu. Švédská koruna, maltská líra a cyperská libra boli voči euru relatívne stabilné. Anglická libra začiatkom roku 2004 sa voči euru mierne posilnila, v prostredí priaznivého výhľadu pre hospodárstvo Spojeného kráľovstva a rastúcich úrokových mier. V druhej polovici roka sa však voči euru znehodnotila.

MENOVÁ POLITIKA

Hlavným cieľom menovej politiky všetkých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny je cenová stabilita. Stratégie menovej politiky jednotlivých krajín sú vo veľkej miere rozdielne, čo je odrazom ich rôznorodosti z nominálneho, reálneho a štrukturálneho hľadiska (tabuľka 11). Počas roku 2004 zostali režimy menovej politiky a výmenných kurzov členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny zväčša nezmenené, hoci v menovopolitických rámcoch viacerých krajín EÚ sa vykonali určité zlepšenia zamerané na prípravu menovej politiky na budúcu menovú integráciu. Ide predovšetkým o fakt, že Estónsko, Litva a Slovinsko vstúpili dňa 28. júna 2004 do ERM II a ďalej, že v Lotyšsku centrálna

Graf 32 Zmeny výmenných kurzov eura voči menám EÚ nezapojeným do ERM II

(v %)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Kladné hodnoty znamenajú zhodnotenie eura a záporné jeho znehodnotenie. Zmeny sa týkajú obdobia od 2. januára 2004 do 24. februára 2005.

banka 1. januára 2005 zmenila naviazanie latsa zo SDR na euro.

Čo sa týka menovopolitických rozhodnutí v roku 2004 v krajinách, ktorých cieľom je výmenný kurz, centrálna banka Cypru zvýšila svoju

kľúčovú úrokovú sadzbu o 100 základných bodov na 5,5 %, čím vyslala signál o podpore cyperskej libry za situácie, keď sa hovorilo o devalvácii.

Okrem toho sa zaviedli povinné minimálne rezervy z vkladov v cudzej mene vo výške 2 %. V Lotyšsku centrálna banka zvýšila svoju

Tabuľka 11 Oficiálna stratégia menovej politiky členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny

	Stratégia menovej politiky	Mena	Charakteristika
Česká republika	Inflačné ciele	Česká koruna	Inflačný cieľ: 2 – 4 % do konca 2005, potom 3 % \pm 1 percentuálny bod (p. b.). Stratégia výmenného kurzu: (riadený) plávajúci výmenný kurz.
Dánsko	Kurzové ciele	Dánska koruna	Účasť v ERM II s fluktučným pásmom \pm 2,25 % okolo centrálnej parity 7,46038 DKK za euro.
Estónsko	Kurzové ciele	Estónska koruna	Účasť v ERM II s fluktučným pásmom \pm 15 % okolo centrálnej parity 15,6466 EEK za euro. Estónsko pokračuje v režime menovej rady ako jednostranným záväzkom.
Cyprus	Kurzové ciele	Cyperská libra	Naviazanie na euro pri 0,5853 CYP za euro s fluktučným pásmom \pm 15 %. Cyperská libra sa v skutočnosti pohybuje v úzkom pásme.
Lotyšsko	Kurzové ciele	Lotyšský lats	Od februára 1994 naviazanie na SDR (váha eura 36,4 %) s fluktučným pásmom \pm 1 %. Od 1. januára 2005 naviazanie na euro pri 0,702804 LVL za euro s fluktučným pásmom \pm 1 %.
Litva	Kurzové ciele	Litovský litas	Účasť v ERM II s fluktučným pásmom \pm 15 % okolo centrálnej parity 3,4528 LTL za euro. Litva pokračuje v režime menovej rady ako jednostranným záväzkom.
Maďarsko	Inflačné ciele so zohľadnením výmenného kurzu	Maďarský forint	Cieľ výmenného kurzu: naviazanie na euro pri 282,36 HUF za euro s fluktučným pásmom \pm 15 %. Inflačný cieľ: 3,5 % (\pm 1 p. b.) do konca 2004, 4 % (\pm 1 p. b.) do konca 2005 a 3,5 % (\pm 1 p. b.) do konca 2006.
Malta	Kurzové ciele	Maltská líra	Naviazanie na menový koš (euro 70 %, anglická libra 20 % a americký dolár 10 %). Žiadne fluktučné pásmo, obchodné pásmo \pm 0,25 % pri operáciách na devízovom trhu.
Poľsko	Inflačné ciele	Poľský zlotý	Inflačný cieľ: 2,5 % \pm 1 p. b. (medziročná zmena CPI) od 2004. Voľne plávajúci výmenný kurz.
Slovinsko	Stratégia dvoch pilierov sledujúca menové, reálne, vonkajšie a finančné ukazovatele makro-ekonomických podmienok	Slovinský tolar	Účasť v ERM II s fluktučným pásmom \pm 15 % okolo centrálnej parity 239,640 SIT za euro.
Slovensko	Kombinované inflačné ciele a riadený plávajúci výmenný kurz ¹⁾	Slovenská koruna	Inflačný cieľ: krátkodobý inflačný cieľ stanovený na 3,5 % (\pm 0,5 p. b.) na konci 2005. Inflačný cieľ na roky 2006 – 2008: pod 2,5 % na konci 2006 a pod 2 % na konci 2007 a neskôr. Cieľ výmenného kurzu: riadený plávajúci výmenný kurz.
Švédsko	Inflačné ciele	Švédska koruna	Inflačný cieľ: rast CPI o 2 % s toleranciou \pm 1 p. b. Voľne plávajúci výmenný kurz.
Spojené kráľovstvo	Inflačné ciele	Anglická libra	Inflačný cieľ: 2 %, merané 12-mesačným rastom CPI ²⁾ . V prípade odchýlky o viac ako 1 p. b. sa predpokladá zaslanie otvoreného listu guvernéra Bank of England ministrom financí. Voľne plávajúci výmenný kurz.

Zdroj: ESCB.

1) Oficiálna formulácia Národnej banky Slovenska je „inflačné ciele v podmienkach ERM II“.

2) CPI je identický s HICP.

kľúčovú úrokovú sadzbu o 100 bázičných bodov na 4 %. Na zvládnutie rizík, ktoré majú pôvod vo vysokom hospodárskom raste, výraznom raste objemu úverov a zvyšovaní deficitu bežného účtu, sa tiež rozhodla zvýšiť povinné minimálne rezervy z 3 % na 4 % a rozšíriť základňu pre výpočet minimálnych rezerv o záväzky bánk voči zahraničným bankám a zahraničným centrálnym bankám s dohodnutou lehotou splatnosti alebo s výpovednou lehotou do 2 rokov. Na Malte oficiálna úroková sadzba zostala počas celého roku 2004 nezmenená na úrovni 3 %.

Pokiaľ ide o členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny, ktoré zaviedli rámec inflačného cieľenia, Česká republika a Poľsko v roku 2004 zvýšili úrokové sadzby s cieľom udržať inflačné tlaky pod kontrolou a obmedziť možné sekundárne účinky vyššej miery inflácie. V Českej republike sa kľúčová menovopolitická sadzba zvýšila o 50 bázičných bodov na 2,5 % – hoci v januári 2005 sa znížila na 2,25 % – a v Poľsku sa kľúčová sadzba zvýšila o 125 bázičných bodov na 6,5 %. V Spojenom kráľovstve sa repo sadzba zvýšila o 100 bázičných bodov na 4,75 %, najmä v dôsledku zhoršeného výhľadu inflácie CPI. Na rozdiel od toho Maďarsko, ktoré sa zameriava na inflačné cieľenie v kombinácii so sledovaním výmenného kurzu, znížilo v roku 2004 úrokové sadzby celkovo o 300 bázičných bodov na 9,5 % a vo februári 2005 na 8,25 %. Postupné znižovanie úrokových sadzieb počas roku 2004 neutralizovalo jednorazové zvýšenie o 300 bázičných bodov, ktoré nastalo v novembri 2003 po náhlom zhoršení dôvery investorov. Túto neutralizáciu umožnilo zmiernenie vnímania krátkodobých rizík, zlepšenie výhľadu inflácie a relatívne tlmenný vývoj rastu miezd súkromného sektora. Na Slovensku boli tlaky na zhodnocovanie koruny hlavným motívom zníženia kľúčovej úrokovej sadzby celkovo o 200 bázičných bodov na 4 %. Vo Švédsku nižšie inflačné tlaky podporili zníženie úrokových sadzieb o 75 bázičných bodov na 2 %.

FINANČNÝ VÝVOJ

V roku 2004 bol vývoj výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny rôznorodý. Dlhodobé

úrokové miery, merané výnosom štátneho desaťročného benchmarkového dlhopisu, sa zvýšili na Cypre, v Českej republike a Poľsku, ale koncom roku 2004 začali opäť klesať. V dôsledku toho sa spready výnosov dlhopisov voči eurozóne v týchto krajinách zvýšili. V Maďarsku výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov boli pomerne volatilné, s klesajúcim trendom v druhej polovici roku 2004, kým v Lotyšsku, Litve, Slovinsku a Slovensku dlhodobé úrokové miery počas roku 2004 naďalej klesali, čím sa zúžil spread voči eurozóne, najmä v krajinách, ktoré sú zapojené do ERM II. Na Malte boli dlhodobé úrokové miery stabilné, kým v Dánsku, Švédsku a Spojenom kráľovstve sa pohybovali súbežne s mierami v eurozóne, čo dokumentujú stabilné spready výnosov dlhopisov.⁵

Akciové trhy v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny pokračovali v roku 2004 v dosahovaní priaznivých výsledkov a niektoré burzové indexy, najmä indexy nových členských štátov, dosiahli historické maximá a zaznamenali ročný rast od 20 % do 80 %. Akciové trhy všetkých nových členských štátov, okrem Cypru, výrazne prevyšovali ceny akcií eurozóny, merané indexom Dow Jones EURO STOXX. Akciové trhy v Dánsku, Švédsku a Spojenom kráľovstve sa vo všeobecnosti naďalej vyvíjali v zhode s indexom Dow Jones EURO STOXX, pričom prvé dve uvedené krajiny dosahovali mierne lepšie výsledky a tretia krajina mierne horšie výsledky v porovnaní s týmto referenčným indexom eurozóny.

⁵ Estónsko nemá vybudovaný trh dlhodobých dlhopisov denominovaných v domácej mene. Zástupný ukazovateľ dlhodobých úrokových mier v Estónsku, ustanovený spoločne s Európskou komisiou, ECB a centrálnou bankou Estónska, je založený na váženom priemere úrokových mier nových podnikateľských úverov denominovaných v domácej mene so splatnosťou nad päť rokov a ukazuje klesajúci trend počas roku 2004.

Autor
Isa Dahl
Názov
„eben still“, 2004
Technika
olej na plátne
Rozmery
ø 190 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 2

OPERÁCIE A ČINNOSTI CENTRÁLNYCH BÁNK

1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY

1.1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Hlavnou úlohou Eurosystemu je výkon menovej politiky. Operačný rámec, ktorý Eurosystem vytvoril na tento účel, tvoria tri kategórie nástrojov: operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy. Všetky úverové operácie, ktoré Eurosystem vykonáva, musia byť kryté primeraným kolaterálom poskytnutým zmluvnými stranami.¹ Eurosystem prijal v roku 2004 dôležité kroky smerujúce k vytvoreniu jednotného zoznamu kolaterálov.

POČIATOČNÉ SKÚSENOSTI S NOVÝM RÁMCOM VÝKONU MENOVEJ POLITIKY

Operačný rámec v roku 2004 naďalej dobre fungoval, zabezpečoval stabilné krátkodobé sadzby peňažného trhu a zreteľne signalizoval smerovanie menovej politiky. Pre ďalšie zlepšenie výkonu menovej politiky sa 9. marca 2004 zaviedli dve dôležité zmeny tohto rámca.

- Periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv sa zmenili tak, aby sa začínali vždy v deň zúčtovania hlavnej refinančnej operácie (HRO) po zasadnutí Rady guvernérov, na ktoré je plánované mesačné rozhodnutie o menovej politike. V minulosti periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv začínali v 24. kalendárny deň jedného mesiaca a končili v 23. kalendárny deň nasledujúceho mesiaca, bez ohľadu na program zasadnutí Rady guvernérov. Okrem toho sa stanovilo pravidlo, že zmeny úrokových sadzieb pre automatické operácie sa realizujú v prvý deň novej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv. Predtým sa tieto zmeny realizovali nasledujúci deň po zasadnutí Rady guvernérov.
- Splatnosť HRO sa skrátila z dvoch týždňov na jeden týždeň. Spolu s uvedenými zmenami to znamená, že HRO zúčtované v jednej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv už neprechádzajú do nasledujúcej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv.

Účelom týchto zmien bolo zosúladiť periódu udržiavania minimálnych rezerv s cyklom

rozhodovania o úrokových sadzbách, aby sa dodržiavalo pravidlo, že zmeny kľúčových úrokových sadzieb ECB nadobudnú platnosť až na začiatku nasledujúcej periódy udržiavania minimálnych rezerv. ECB tým chce zamedziť očakávania zmien hlavných úrokových sadzieb ECB v perióde udržiavania minimálnych rezerv, a tak stabilizovať správanie účastníkov trhu v HRO. Predtým tieto očakávania občas destabilizovali dopyt zmluvných strán v HRO. Najmä keď sa očakávalo zníženie úrokovej sadzby, zmluvné strany mali záujem o menej likvidity, ako ECB plánovala umiestniť. Tento jav, známy ako nedostatočný dopyt („underbidding“), bol odrazom pokusu zmluvných strán splniť svoje povinné minimálne rezervy s najnižšími možnými nákladmi, t. j. po potenciálnom znížení úrokovej sadzby.

Zlepšila sa aj komunikácia so zmluvnými stranami. V dňoch vyhlásenia HRO ECB naďalej uverejňuje prognózu autonómnych faktorov likvidity, ktoré nie sú pod priamou kontrolou riadenia likvidity ECB, napríklad počtu bankoviek v obeh, vkladov sektora verejnej správy a čistých zahraničných aktív. Okrem toho začala zverejňovať aktualizovanú predpoveď v deň konania tendra. V deň vyhlásenia, ako aj v deň konania tendra ECB tiež oznamuje benchmarkový objem. Benchmarkový objem je umiestňovaná suma, ktorá umožňuje bankovému systému eurozóny ako celku plynule dodržiavať povinné minimálne rezervy vzhľadom na celkovú predikciu likvidity Eurosystemu, t. j. vrátane autonómnych faktorov a nadbytočných rezerv. Zlepšená komunikácia explicitne objasňuje trhu, či cieľom rozhodnutí ECB o umiestnení v HRO je vyrovnávanie podmienok likvidity, alebo nie.

Realizácia zmien rámca bola bezproblémová. Skrátenie splatnosti HRO z dvoch týždňov na jeden týždeň a odstránenie prekrývania medzi operáciami viedlo k okamžitému zdvojnásobeniu objemu každej HRO. Správanie sa zmluvných strán pri predkladaní ponúk

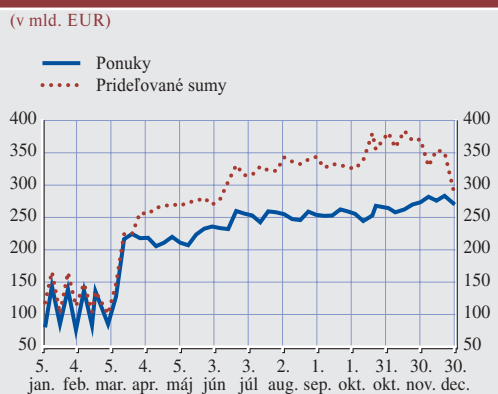
¹ Podrobný opis operačného rámca je v publikácii ECB s názvom „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, február 2004.

sa rýchlo prispôsobilo výraznému zvýšeniu priemernej prideľovanej sumy, hoci v tretej HRO so splatnosťou jeden týždeň celkový objem ponúk nedosiahol benchmarkovú sumu, do ktorej chýbalo 5 mld. EUR. Celkový objem ponúk pre HRO sa následne rýchlo zvyšoval na úrovne stabilne nad prideľovanú sumu a v novembri 2004 dosiahol historické maximum vo výške približne 384 mld. EUR (graf 33). Pomer krytia ponúk, ktorý predstavuje pomer predložených ponúk k uspokojeným ponukám, bol celkovo dobrý a od marca 2004 sa pohyboval na úrovni od 1,2 do 1,5. Bezproblémové prispôsobenie objemov ponúk účastníkov trhu tiež naznačuje, že väčší obrat kolaterálu, ktorý so sebou prinieslo skrátenie splatnosti HRO, úverové inštitúcie zvládli dobre.

Od realizácie zmien rámca výkonu menovej politiky sa krátkodobé fluktuácie objemov tendrov znížili. Od júna 2000 do marca 2004 priemerná týždenná zmena prideľovanej sumy dosahovala 33 mld. EUR, kým v období od zavedenia zmien do decembra 2004 táto suma klesla na 7 mld. EUR. Toto zníženie možno pripísať skutočnosti, že splatnosť HRO je teraz vždy zosúladená s časovým horizontom likvidity, ktorú chce ECB dosiahnuť vo svojom tendri. Ďalším dôsledkom je, že zníženie krátkodobej fluktuácie prideľovanej sumy prispelo k stabilizácii ponúk úverových inštitúcií v hlavných refinančných operáciách.

Približne 2 100 úverových inštitúcií eurozóny je oprávnených zúčastňovať sa na HRO. Priemerný počet účastníkov HRO sa zvýšil z 266 v roku 2003 na 339 v roku 2004, čím sa obrátil klesajúci trend zaznamenaný od roku 1999. V období od marca do decembra 2004, t. j. po realizácii zmien rámca, priemerný počet účastníkov dosiahol 351. Tento nárast je pravdepodobne hlavne dôsledkom skrátenia splatnosti HRO z dvoch týždňov na jeden týždeň, čo znamená, že banky teraz musia predložiť ponuku každý týždeň namiesto každého druhého týždňa, aby naplnili svoje potreby likvidity. Je však možné, že vyššia transparentnosť a jednoduchosť nového rámca výkonu menovej politiky uľahčili

Graf 33 Ponuky a prideľované sumy v týždenných HRO v roku 2004



Zdroj: ECB.

zmluvným stranám prípravu ponúk, a tým zvýšili účasť v tendroch.

Volatilita EONIA v roku 2004 celkovo klesla. Štandardná odchýlka spreadu medzi EONIA a minimálnou akceptovanou úrokovou sadzbou HRO bola v roku 2004 9 bázičských bodov, v porovnaní so 16 bázičskými bodmi v roku 2003 a 13 bázičskými bodmi v roku 2002. Výrazná volatilita sa však zaznamenala v spreade po vysporiadaní poslednej HRO v niektorých periódach udržiavania povinných minimálnych rezerv. Vyplýva to zo skutočnosti, že posledná HRO sa teraz koná zvyčajne osem dní pred koncom periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv, kým v minulosti bolo načasovanie posledného tendra každý mesiac iné, od ôsmich dní po dva dni pred koncom periódy udržiavania minimálnych rezerv. Čím bližšie je príslušná prognóza ku koncu periódy udržiavania minimálnych rezerv, tým je presnejšia. Zmeny rámca preto viedli k zvýšeniu pravdepodobnosti výraznejšej kumulácie nerovnováhy likvidity po uskutočnení poslednej HRO príslušnej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv, a tým k skoršiemu a výraznejšiemu odchýleniu jednodňovej úrokovej sadzby od minimálnej akceptovanej úrokovej sadzby než v minulosti.

Zlepšenie komunikačnej politiky ECB pomáha do určitej miery tmiť toto riziko, keďže uľahčuje účastníkom trhu zistiť nerovnováhu

v likvidite od poslednej HRO uskutočnenej v danej perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv. Objavili sa však určité signály, najmä počas jesene 2004, že nadmerná volatilita jednodňovej úrokovej sadzby na konci periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv môže mať určitý rušivý vplyv na plynulé fungovanie peňažného trhu. Keďže ECB chce vytvoriť podmienky neutrálnej likvidity na trhu jednodňových vkladov, reagovala na tento vývoj a v posledný deň piatich periód udržiavania povinných minimálnych rezerv uskutočnila doladovacie operácie s cieľom kompenzovať očakávané nežiaduce výkyvy likvidity, vyplývajúce zo zmien v autonómnych faktoroch prognózovaných Eurosystémom. Dve operácie slúžili na absorbovanie likvidity (11. mája a 7. decembra 2004) a tri na dodanie likvidity (8. novembra 2004, 18. januára a 7. februára 2005). Tieto operácie boli úspešné z hľadiska obnovy podmienok neutrálnej likvidity na konci príslušných periód udržiavania povinných minimálnych rezerv.

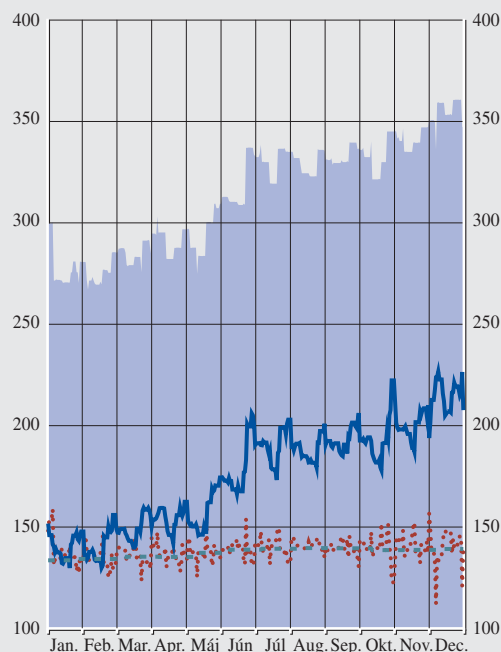
Zmeny operačného rámca sa dotkli aj výkonu dlhodobějších refinančných operácií. S cieľom minimalizovať narušenie časového plánu dlhodobějších refinančných operácií sa upustilo od technického prepojenia medzi periódou udržiavania povinných minimálnych rezerv a dňom konania tendra dlhodobějších refinančných operácií. Od 26. februára 2004 sa dlhodobější refinančné operácie konajú zvyčajne poslednú stredu v mesiaci, a nie prvú stredu periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv ako predtým. Dlhodobější refinančné operácie – ktoré majú mesačnú periodicitu a zvyčajne splatnosť tri mesiace – na rozdiel od hlavných refinančných operácií neslúžia na signalizovanie zámerov Rady guvernérov v oblasti menovej politiky a považujú sa čisto za tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou a vopred oznamovanou akceptovanou sumou tendra. V roku 2004 sa prostredníctvom dlhodobějších refinančných operácií dodalo v priemere 23 % celkovej čistej likvidity. Z pohľadu požiadaviek na zabezpečenie vyššej likvidity v bankovom systéme eurozóny sa umiestňovaná suma v rámci dlhodobějších refinančných operácií

Graf 34 Faktory likvidity a vývoj objemu bankoviek v eurozóne v roku 2004

(v mld. EUR)

- Deficit likvidity
- Autonómne faktory
- Stav na bežných účtoch
- - - Predpísané PMR

Faktory likvidity



Bankovky



Zdroj: ECB.

zvýšila v januári 2004 z 20 mld. na 25 mld. EUR a v januári 2005 z 25 mld. na 30 mld. EUR.

VÝVOJ POTRIEB LIKVIDITY

ECB na prípravu týždňových tendrov denne monitoruje potrebu likvidity bankového systému eurozóny, ktorá je definovaná ako súčet povinných minimálnych rezerv bánk, nadbytočných rezerv (finančných zdrojov držaných úverovými inštitúciami nad úroveň povinných minimálnych rezerv) a čistých autonómnych faktorov. Priemerná denná potreba likvidity bankového systému eurozóny dosiahla v roku 2004 311,8 mld. EUR, čo predstavuje zvýšenie o 30 % v porovnaní s rokom 2003, keď dosiahla 241,5 mld. EUR (pozri hornú časť grafu 34).

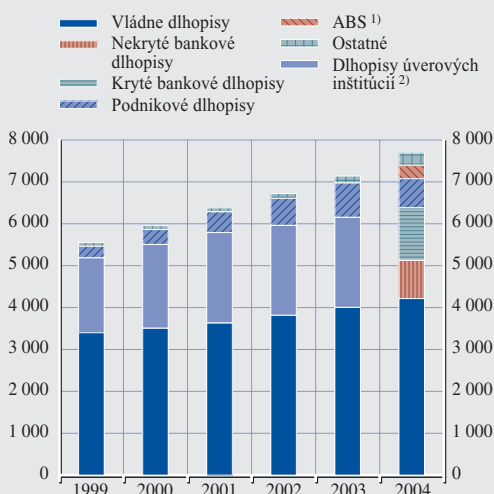
Počas roku 2004 čisté autonómne faktory naďalej výrazne rástli a v priemere dosiahli 174,2 mld. EUR v porovnaní so 109,3 mld. EUR v roku 2003. Tento prudký rast takmer výhradne pôsobilo pokračujúce výrazné zvýšenie objemu

bankoviek, ktorý v roku 2004 rástol ročnou mierou takmer 15 % a 24. decembra 2004 dosiahol historické maximum 505 mld. EUR (pozri dolnú časť grafu 34).

Minimálne rezervy, ktoré sú úverové inštitúcie eurozóny povinné držať v Eurosysteme, sa vypočítajú uplatnením 2-percentnej sadzby povinných minimálnych rezerv na základňu na výpočet povinných minimálnych rezerv úverových inštitúcií. V roku 2004 povinné minimálne rezervy predstavovali 44 % celkových potrieb likvidity bankového systému eurozóny. Priemerná úroveň agregovaných povinných minimálnych rezerv držaných úverovými inštitúciami eurozóny sa zvýšila zo 130,9 mld. EUR v roku 2003 na 136,5 mld. EUR v roku 2004 súbežne s rastom základne na výpočet povinných minimálnych rezerv. Priemerný stav prostriedkov úverových inštitúcií na bežnom účte nad ich priemerné povinné minimálne rezervy dosahoval v roku 2004 0,6 mld. EUR, v porovnaní s 0,7 mld. EUR v roku 2003.

Graf 35 Akceptovateľný obchodovateľný kolaterál

(nominálne sumy; mld. EUR)



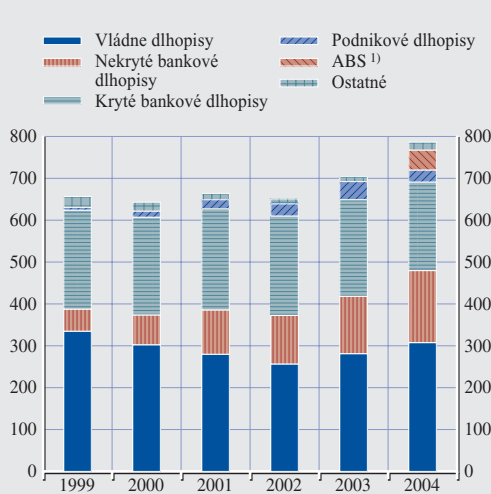
Zdroj: ECB.

1) Údaje za aktíva kryté cennými papiermi (ABS) sú k dispozícii iba od roku 2004; predtým boli vykazované medzi podnikovými dlhopismi.

2) Do tejto kategórie patria kryté a nekryté dlhopisy vydané úverovými inštitúciami.

Graf 36 Použitie obchodovateľného kolaterálu

(nominálne sumy; mld. EUR)



Zdroj: ECB.

1) Údaje za aktíva kryté cennými papiermi (ABS) sú k dispozícii iba od roku 2004; predtým boli vykazované medzi podnikovými dlhopismi.

AKTÍVA AKCEPTOVATEĽNÉ PRE OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Na ochranu Eurosystemu pred stratami sa vyžaduje, aby úverové operácie Eurosystemu boli založené primeraným kolaterálom. Škála aktív akceptovaných ako kolaterál je široká. Prevažnú väčšinu tvoria obchodovateľné dlhové nástroje, ktoré spĺňajú kritériá akceptovateľnosti platné v celej eurozóne a označujú sa ako aktíva prvého stupňa (tier 1). K aktívam druhého stupňa (tier 2) patria ďalšie obchodovateľné a neobchodovateľné aktíva, ktoré sú dôležité najmä pre vnútroštátne finančné trhy a bankové systémy.

Priemerná hodnota obchodovateľného kolaterálu akceptovateľného pre úverové operácie Eurosystemu dosiahla v roku 2004 7,7 bilióna EUR v porovnaní so 7,1 bilióna EUR v roku 2003 (graf 35). Väčšinu obchodovateľných aktív tvoria cenné papiere sektora verejnej správy (54 %) alebo kryté (t. j. cenné papiere typu Pfandbrief) a nekryté dlhopisy emitované úverovými inštitúciami (28 %). Okrem toho výrazný rast zaznamenali cenné papiere kryté aktívami, ktoré predstavovali na konci roku 2004 5 % z celkového objemu obchodovateľného kolaterálu. Priemerná hodnota obchodovateľných aktív používaných zmluvnými stranami ako kolaterál pre úverové operácie Eurosystemu v roku 2004 predstavovala 787 mld. EUR, v porovnaní so 704 mld. EUR v roku 2003 (graf 36). Vzhľadom na celkovú akceptovateľnú sumu sa vládne emisie a firemné cenné papiere používali ako kolaterál v úverových operáciách s Eurosystemom len v nižšej miere. Emisie úverových inštitúcií a cenné papiere kryté aktívami sa naopak používali vo vyššej miere. Informácie o použití akceptovateľných aktív na cezhraničnej báze sú v časti 2 tejto kapitoly.

JEDNOTNÝ ZOZNAM KOLATERÁLOV

Súčasný systém Eurosystemu s dvoma stupňami kolaterálov prispel k bezproblémovému fungovaniu operačného rámca Eurosystemu v prvých rokoch jeho existencie. V podmienkach silnejúcej integrácie finančných trhov v eurozóne však rôznorodosť aktív zaradených do zoznamov aktív druhého stupňa rôznych NCB eurozóny

môže ohroziť rovnosť podmienok zmluvných strán a znížiť transparentnosť kolaterálového rámca. Okrem toho dopyt po kolateráli stúpa, v neposlednom rade z dôvodu skutočnosti, že deficit likvidity bankového sektora sa v priebehu roku 2004 zvýšil. Potrebu kolaterálu zvýšil aj trend zaisťovania úverov na súkromných medzibankových trhoch.

Eurosystem s cieľom vyriešiť tieto problémy sa rozhodol vytvoriť jednotný zoznam kolaterálov akceptovateľných pre všetky úverové operácie Eurosystemu, pri zohľadnení výsledkov verejnej konzultácie. Jednotný zoznam sa bude zavádzať postupne a napokon nahradí súčasný dvojestupňový systém. Prvá etapa v rámci vytvorenia jednotného zoznamu nadobudne platnosť 30. mája 2005. Skladá sa z troch prvkov:

- Zaradenie nových nástrojov, ktoré v súčasnosti nie sú akceptovateľné, do zoznamu aktív prvého stupňa, a to dlhových nástrojov denominovaných v eurách emitovaných subjektmi založenými v tých krajinách G10, ktoré nie sú súčasťou Európskeho hospodárskeho priestoru (Spojené štáty, Kanada, Japonsko a Švajčiarsko).
- Dlhové nástroje, ktoré sú registrované alebo kótované len na neregulovaných trhoch, sa stanú alebo zostanú akceptovateľnými, ak príslušný neregulovaný trh Eurosystem pozitívne hodnotí z hľadiska plnenia troch štandardov, a to bezpečnosti, transparentnosti a prístupnosti. Tieto štandardy sa zaviedli na rozšírenie počtu akceptovateľných trhov a na zabezpečenie bezproblémového a efektívneho hodnotenia kolaterálov Eurosystemu.
- Veľmi obmedzený počet obchodovateľných dlhových cenných papierov stratí štatút akceptovateľnosti a postupne bude vyradený. Okrem toho boli vyňaté zo zoznamu aktív druhého stupňa kmeňové akcie.

Ako druhý krok v rámci vytvorenia jednotného zoznamu kolaterálov Rada guvernérov v zásade schválila zahrnutie bankových úverov všetkých



krajín eurozóny do jednotného zoznamu, ako aj neobchodovateľných retailových hypotekárnych záložných dlhových nástrojov, z ktorých v súčasnosti sú ako kolaterál akceptované len írské vlastné zmenky zabezpečené hypotékami. Hlavným dôvodom akceptovania bankových úverov je, že napriek rastúcej úlohe kapitálových trhov finančný systém eurozóny stále vo veľkej miere využíva bankové sprostredkovanie, pričom bankové úvery sú najdôležitejšou triedou aktív v súvahách bánk. Akceptovaním bankových úverov ako kolaterálu Eurosystem potvrdzuje prioritu, ktorú prikladá zabezpečeniu širokého prístupu zmluvných strán k menovopolitickým operáciám a vnútrodenným úverom.

RIADENIE RIZÍK

Riadenie rizík v spojitosti s menovopolitickými operáciami Eurosystemu (t. j. úverovými operáciami menovej politiky alebo platobných systémov) sa sústreďuje hlavne na úverové riziko, ktorému je Eurosystem vystavený, keď poskytuje prostriedky centrálnej banky zmluvnej strane, i keď sa zohľadňujú aj ostatné druhy rizík.

V roku 2004 sa vykonala rozsiahla analýza zaradenia bankových úverov do jednotného zoznamu kolaterálov. Keďže poskytovatelia úverov z korporátnej sféry často nie sú hodnotení ratingom, bude potrebné používať pre bankové úvery alternatívne zdroje hodnotenia úverovej spoľahlivosti. Hoci tie NCB, ktoré už akceptujú bankové úvery ako kolaterál druhého stupňa, zaviedli interné systémy hodnotenia úverovej spoľahlivosti, bude potrebné zaviesť ďalšie zdroje hodnotenia úverovej spoľahlivosti bankových úverov po ich zaradení do jednotného zoznamu pre celý Eurosystem. Vybudovanie

a zavedenie komplexného a efektívneho rámca hodnotenia úverovej spoľahlivosti Eurosystemu pre obchodovateľné, a najmä neobchodovateľné aktíva bude zrejme predstavovať náročnú úlohu budúcich rokov.

1.2. DEVÍZOVÉ OPERÁCIE

ECB nevykonala v roku 2004 žiadne intervencie na devízovom trhu z menovopolitických dôvodov. Jej devízové transakcie sa týkali výhradne investičnej činnosti. ECB nevykonala ani žiadne devízové operácie s menami krajín, ktoré nie sú súčasťou eurozóny a ktoré sa zúčastňujú na ERM II.

Stála dohoda medzi ECB a MMF na podporu iniciovania transakcií MMF v mene ECB so zvláštnymi právami čerpania (SDR) s ďalšími vlastníkmi SDR bola v roku 2004 použitá v štyroch prípadoch.

1.3. INVESTIČNÉ AKTIVITY

RIADENIE DEVÍZOVÝCH REZERV

Portfólio devízových rezerv ECB tvoria vklady devízových rezerv národných centrálnych bánk eurozóny. Jeho účelom je financovať operácie ECB na devízovom trhu. ECB predovšetkým drží časť rezerv Eurosystemu, ktoré možno použiť priamo a bez odkladu na financovanie devízových intervencií a môže požiadať o ďalšie devízové rezervy národných centrálnych bánk v prípade, keď potrebuje doplniť vyčerpané rezervy.

Portfólio devízových rezerv ECB tvoria prevažne americké doláre, ale tiež japonské jeny, zlato a SDR. Podľa dohody o obchodovaní so zlatom uzavretej medzi centrálnymi bankami 26. septembra 1999, predĺženej 8. marca 2004, zlaté rezervy neboli v roku 2004 aktívne riadené. Hodnota čistých devízových rezervných aktív ECB poklesla počas roku 2004 z 38,3 mld. EUR na 36,3 mld. EUR, hlavne z dôvodu oslabenia amerického dolára voči euru.

Každá NCB eurozóny v súčasnosti riadi časť dolárového aj jenového portfólia ECB. Eurosystem preskúmal v roku 2004 túto štruktúru s cieľom zachovať jej účinnosť, najmä z hľadiska budúceho rozšírenia eurozóny. Nový systém, ktorý sa v súčasnosti dokončuje, sa zavedie v roku 2006 a bude znamenať špecializáciu členov Eurosystemu z hľadiska menovej denominácie riadených portfólií, s primeraným zreteľom na princíp decentralizácie.

V roku 2004 sa začala práca na rozšírení investičného priestoru, aby obsahoval úrokové swapy, nástroje kryté proti kurzovým rizikám a americké cenné papiere STRIP². Okrem toho kvantitatívne prognostické modely výnosov vládnych dlhopisov zvýšili sofistikovanosť analýzy trhového vývoja. Na záver treba spomenúť pilotný projekt navrhnutý pre automatický program požičiavania cenných papierov, ktorý sa začne v roku 2005.

RIADENIE VLASTNÝCH ZDROJOV

Portfólio vlastných zdrojov ECB tvorí splatený podiel upísaného kapitálu a všeobecný rezervný fond. Účelom tohto portfólia je poskytnúť ECB rezervu na uhradenie prípadných strát. Cieľom jeho riadenia je v dlhodobom rámci dosahovať výnosy, ktoré prevyšujú priemernú hlavnú úrokovú sadzbu ECB pre refinančné operácie. V roku 2004 sa rozšírili možnosti investovania portfólia vlastných zdrojov doplnením cenných papierov s pevným výnosom denominovaných v eurách, emitovaných niektorými novými členskými štátmi, ďalej niektorých dlhopisov regionálnej štátnej správy eurozóny a ďalších krytých dlhopisov.

V roku 2004 sa portfólio vlastných finančných zdrojov ECB zvýšilo o 0,3 mld. EUR na 6,2 mld. EUR. Zvýšil sa najmä splatený kapitál o 63,5 mil. EUR v dôsledku rozšírenia EÚ a zmien kľúča ECB na upísanie kapitálu.

RIADENIE RIZÍK

ECB je pri riadení svojich investičných portfólií (devízových rezerv a vlastných zdrojov) vystavená finančným rizikám. Na riadenie týchto rizík definuje rámec, ktorý odzrkadľuje jej priority, pokiaľ ide o úverové, likviditné a trhové riziko. Tento rámec sa vykonáva okrem iného prostredníctvom podrobného systému limitov, ktorým sa denne monitoruje a overuje ich dodržiavanie. Vzhľadom na budúce rozšírenie eurozóny sa v roku 2004 uskutočnili opatrenia na zjednodušenie rámca úverového a trhového rizika.

2 STRIP znamená „Separate Trading of Registered Interest and Principal“ (oddelené obchodovanie s kupónom a nominálom), čo predstavuje cenný papier vytvorený oddelením istiny dlhopisu od úrokových platieb vo vládnom dlhopise USA.

2. PLATOBNÉ SYSTÉMY A SYSTÉMY ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV

Úlohou Eurosystemu vymedzenou v štatúte je podporovať plynulé fungovanie platobných systémov. Hlavným nástrojom Eurosystemu na výkon tejto úlohy – popri funkcii dohľadu – je poskytovanie prostriedkov zabezpečujúcich platobný styk a zúčtovanie cenných papierov. Eurosystem na realizáciu platieb veľkej hodnoty v eurách vytvoril Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase, v skratke TARGET. Za posledných niekoľko rokov prešiel systém TARGET viacerými zmenami a pracuje sa na vývoji systému druhej generácie, TARGET2. Na zúčtovanie cenných papierov Eurosystem a trh ponúkajú viacero kanálov na uľahčenie cezhraničného použitia kolaterálu.

2.1. SYSTÉM TARGET

Súčasný systém TARGET je „systém systémov“ a tvorí ho 15 národných platobných systémov krajín, ktoré boli členmi EÚ pri jeho spustení, ďalej platobný mechanizmus ECB (EPM) a spojovací mechanizmus, ktorý umožňuje spracovávanie platieb medzi prepojenými systémami. V roku 2004 prispel TARGET k ďalšej integrácii eurového peňažného trhu, a keďže sa úverové operácie Eurosystemu spracúvajú prostredníctvom tohto systému, naďalej zohrával významnú úlohu v plynulom uplatňovaní jednotnej menovej politiky. Keďže systém TARGET poskytuje služby v oblasti zúčtovania prostriedkov vedených na účtoch v centrálnej banke v reálnom čase a má široké trhové pokrytie, využíva sa aj v prípade rôznych iných platieb.

V roku 2004 systém TARGET fungoval plynulo a úspešne a naďalej pokračoval rastúci trend počtu zúčtovaných platieb veľkej hodnoty v eurách cez tento systém. Je to v súlade so strategickým cieľom Eurosystemu podporovať zúčtovávanie prostredníctvom účtov vedených v centrálnej banke, čo je mimoriadne bezpečný spôsob realizácie platieb. Z celkového objemu platieb veľkej hodnoty v eurách sa v roku 2004 uskutočnilo 88 % prostredníctvom systému TARGET. Systém TARGET slúži na úhrady

v eurách medzi bankami vo všetkých členských štátoch, ktorých NCB sú napojené na tento systém. Takéto úhrady sa môžu uskutočňovať medzi bankami v jednom členskom štáte (vnútroštátny platobný styk) aj medzi bankami v rôznych členských štátoch (platobný styk medzi členskými štátmi). Posledný prieskum z roku 2004 ukázal, že v systéme TARGET bolo 10 483 účastníkov. Je to asi trikrát viac než v roku 2002 a dôvodom je najmä zavedenie novej metodiky definovania účastníkov systému TARGET. Celkovo možno prostredníctvom systému TARGET pomocou bankového identifikačného kódu adresovať platby približne 48 500 inštitúciám, najmä pobočkám účastníkov.

PREVÁDZKA SYSTÉMU TARGET

V roku 2004 sa prostredníctvom systému TARGET denne spracovalo v priemere 267 234 platieb v celkovej dennej hodnote 1 714 mld. EUR. V porovnaní s rokom 2003 to znamená zvýšenie o 2 % z hľadiska počtu a o 4 % z hľadiska hodnoty.

Z celkového objemu platieb spracovaných v systéme TARGET v roku 2004 predstavoval platobný styk medzi členskými štátmi 33 % z hľadiska hodnoty a 24 % merané ich počtom v porovnaní s 33 %, resp. 23 % v roku 2003. Z tohto platobného styku medzi členskými štátmi tvorili medzibankové platby 95 % z hľadiska hodnoty a 49 % z hľadiska počtu, zvyšok predstavovali klientske platby. Priemerná hodnota medzibankových platieb medzi členskými štátmi bola 17 mil. EUR a priemerná hodnota klientskych platieb medzi členskými štátmi bola 0,8 mil. EUR. Ďalšie informácie sú uvedené v tabuľke 12.

V roku 2004 bola celková dostupnosť systému TARGET, t. j. miera využiteľnosti systému účastníkmi počas prevádzkovej doby bez incidentu, 99,81 %. V priemere sa 95,87 % platieb medzi členskými štátmi spracovalo do piatich minút. Ďalšie informácie sú uvedené v tabuľke 13.

V priebehu roka 2004 pokračovali mandatórne zmeny, ktoré si vyžiadali prechod na nový systém

Tabuľka 12 Platby v systéme TARGET ¹⁾

Počet platieb	2003	2004	Zmena (%)
Platby spolu			
Celkový počet	66 608 000	69 213 486	4
Denný priemer	261 208	267 234	2
Platby v rámci členských štátov			
Celkový počet	51 354 924	52 368 115	2
Denný priemer	201 392	202 193	0
Platby medzi členskými štátmi			
Celkový počet	15 253 076	16 845 371	10
Denný priemer	59 816	65 040	9
Hodnota platieb (mld. EUR)			
Platby spolu			
Celková hodnota	420 749	443 992	6
Denný priemer	1 650	1 714	4
Platby v rámci členských štátov			
Celková hodnota	283 871	297 856	5
Denný priemer	1 113	1 150	3
Platby medzi členskými štátmi			
Celková hodnota	136 878	146 137	7
Denný priemer	537	564	5

Zdroj: ECB.

1) V roku 2003 bolo 255 prevádzkových dní a v roku 2004 259 prevádzkových dní.

prenosu správ SWIFTNet FIN, pričom sa všetky komponenty systému TARGET preniesli úspešne.

ZABEZPEČENIE SYSTÉMOVO DÔLEŽITÝCH PLATIEB

V dôsledku kľúčovej úlohy, ktorú na trhu zohráva systém TARGET, a v dôsledku šírky pokrytia trhu, ktorú systém zabezpečuje, je v záujme spoľahlivého a plynulého fungovania systému potrebné systém primerane chrániť pred veľkým počtom rôznych ohrození. Je mimoriadne dôležité, aby systémovo dôležité platby – t. j. tie, ktoré, ak by neboli načas spracované, mohli by spôsobiť systémové riziko – boli spracované bez oneskorenia, dokonca i za výnimočných podmienok. Aby sa zabezpečilo riadne spracovanie takýchto platieb i v prípade nefunkčnosti systému, prijal Eurosystem v súvislosti so systémom TARGET havarijné opatrenia. V roku 2004 centrálné banky (často za spoluúčasti komerčných bánk) uskutočnili viacero skúšobných experimentov, ktorými sa

Tabuľka 13 Celková dostupnosť systému TARGET

Systém RTGS	2004 (%)
EPM (ECB)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
Celková dostupnosť systému	99,81

Zdroj: ECB.

overila účinnosť týchto havarijných opatrení systému TARGET. Potvrdili, že Eurosystem dokáže zabezpečiť pokračovanie plynulého chodu platobných systémov a finančných trhov aj v krízovej situácii.

NAPOJENIE NOVÝCH ČLENSKÝCH ŠTÁTOV NA SYSTÉM TARGET

V októbri 2002 Rada guvernérov rozhodla, že po rozšírení EÚ pripojí Eurosystem na systém TARGET systémy zúčtovania hrubých platieb v reálnom čase (RTGS) NCB nových členských štátov na ich požiadanie. Berúc do úvahy očakávané ukončenie prevádzky súčasného systému TARGET a s cieľom šetriť náklady, vyvinul Eurosystem alternatívne možnosti úplnej integrácie založené na priamom spojení medzi týmito systémami a súčasným systémom TARGET. Jedna z takýchto alternatív pozostáva z pripojenia sa prostredníctvom jednej zo súčasných NCB eurozóny a je riešením, ktoré bolo pripravené pre systém RTGS Narodowy Bank Polski SORBNETeuro. Toto pripojenie bude v roku 2005 poskytovať Banca d'Italia.

VZŤAHY S UŽÍVATEĽMI SYSTÉMU TARGET A S OPERÁTORMI HRUBÉHO ZÚČTOVANIA V REÁLNO ČASE INÝCH MENOVÝCH OBLASTÍ

ESCB udržiava s užívateľmi TARGET-u úzke vzťahy, aby sa mohli riadne zväziť potreby užívateľov systému a mohla sa získavať príslušná odozva. Tak ako v predchádzajúcich rokoch, aj v roku 2004 sa konali pravidelné stretnutia medzi 15 NCB napojenými na TARGET a národnými skupinami užívateľov tohto systému. Okrem toho sa uskutočnili spoločné stretnutia Pracovnej skupiny pre riadenie systému TARGET (TARGET Management Working Group) ESCB a Pracovnej skupiny pre TARGET (TARGET Working Group) európskeho bankového sektora, na ktorých sa diskutovalo o prevádzkových otázkach. Strategické otázky boli predkladané Kontaktnej skupine pre stratégiu platobného styku v eurách (Contact Group on Euro Payments Strategy), čo je fórum, na ktorom sú zastúpení predstavitelia komerčných a centrálnych bánk.

Eurosystem ako prevádzkovateľ jedného z najväčších systémov RTGS vo svete udržiava úzke spojenie s prevádzkovateľmi systémov RTGS v iných menových oblastiach. Intenzívnejšie vzájomné vzťahy, napríklad v dôsledku operácií Continuous Linked Settlement (nepretržité spojené zúčtovanie obchodov), prinášajú potrebu spoločných diskusií o prevádzkových otázkach.

2.2. TARGET2

Rada guvernérov prijala v decembri 2004 spoločný návrh Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank a Banque de France vytvoriť z poverenia Eurosystemu jednotnú zdieľanú platformu pre TARGET2 a túto platformu rozvinúť a prevádzkovať. Toto rozhodnutie bude mať za následok zásadné prepracovanie architektúry systému TARGET, ktorý v súčasnosti tvoria viaceré pridružené systémy RTGS prevádzkované NCB a ECB. TARGET2 ponúkne používateľom systému TARGET vyššiu úroveň služieb pri úspornejšej hromadnej prevádzke.



K prácam na systéme TARGET2 vykonaným v roku 2004 patrí najmä vývoj funkčných špecifikácií. Tieto práce sa realizovali v úzkej spolupráci s používateľmi systému TARGET. Špecifikácie General Functional Specifications (GFS) pre TARGET2, ktoré schválila Rada guvernérov v júli 2004, popisujú na všeobecnej úrovni charakteristiky a funkcie systému, ako aj jeho IT-architektúru. TARGET2 bude ponúkať komplexnejšie funkcie riadenia likvidity, ktoré umožnia úverovým inštitúciám lepšie riadiť svoju eurovú likviditu. Napríklad účastník, ktorý pri zúčtovaní na účtoch v centrálnej banke používa viaceré platobné systémy a systémy zúčtovania cenných papierov, bude mať v systéme TARGET2 možnosť zúčtovať všetky takéto pozície z jediného účtu RTGS. Ďalej TARGET2 ponúkne pre účty RTGS úverových inštitúcií eurozóny vedené v centrálnych bankách eurozóny možnosť vnútrodenného združovania likvidity. To umožní účastníkom systému TARGET2 z eurozóny zoskupovať jednotlivé účty RTGS vedené v rôznych centrálnych bankách eurozóny a združovať disponibilnú vnútrodňovú likviditu v prospech všetkých členov tejto skupiny účtov. Z tohto dôvodu pracuje Eurosystem na vytvorení pevného právneho rámca, ktorý je podmienkou pre výkon tejto funkcie. TARGET2 bude založený na modernej koncepcii kontinuity zúčtovania, ktorá umožní vyrovnávať sa so širokou škálou regionálnych katastrofických situácií.

Na základe GFS pripravuje Eurosystem v súčasnosti používateľské špecifikácie User Detailed Functional Specifications (UDFS), ktoré popisujú charakteristiky a funkcie systému TARGET2 na úrovni rozpracovania potrebnej pre začatie prác na technickom vývoji a implementácii. Podobne ako v prípade GFS, aj o UDFS sa s používateľmi systému TARGET vedú intenzívne diskusie. Očakáva sa, že UDFS sa dokončí v apríli 2005.

Eurosystem v súčasnosti vyvíja aj systém tvorby cien hlavných služieb systému TARGET2, ktorým sa odstránia súčasné cenové rozdiely medzi domácimi a cezhraničnými transakciami. Je v ňom zahrnutá aj opcia, o ktorej rozhodne Rada guvernérov a ktorou by sa účastníkom umožnilo vybrať si medzi platením iba transakčných poplatkov, alebo platením nižších transakčných poplatkov a paušálneho poplatku. Ďalšie podrobnosti v súvislosti so systémom tvorby cien v systéme TARGET2 sa zdefinujú v roku 2005.

Ďalšou dôležitou oblasťou činnosti bolo vypracovanie štruktúry riadenia projektu TARGET2 a na základe tejto štruktúry efektívneho plánu ďalších projektových fáz (vývoj, testovanie a migrácia). Rada guvernérov schválila vnútorné pravidlá pre spoločné riadenie projektu vývoja systému TARGET2, ktorými sa pre tento projekt definujú úlohy a oblasti zodpovednosti Rady guvernérov, celej skupiny centrálnych bánk eurozóny a troch NCB vytvárajúcich a prevádzkujúcich systém. Zvolená štruktúra riadenia a organizácia projektu zabezpečí efektívnu organizáciu vývojových prác v projektovej fáze a po spustení systému TARGET2 aj primeranú úroveň trvalého zapojenia sa a kontroly zo strany centrálnych bánk eurozóny.

Vývoj softvéru a vytvorenie technickej infraštruktúry pre systém TARGET2 sa zrealizuje v roku 2005. Začiatok prvých testov s centrálnymi bankami sa plánuje na začiatok roka 2006. Používatelia systému TARGET budú migrovať do systému TARGET2 vo viacerých vlnách k vopred určeným dátumom.

Každá vlna bude zložená zo skupiny komunit národných bánk a proces migrácie bude trvať niekoľko mesiacov, počas ktorých budú súčasné komponenty systému TARGET a nový systém koexistovať. Postupná migrácia bude zorganizovaná tak, aby sa minimalizovalo riziko projektu. Ďalšou dôležitou oblasťou úvah pri rozhodovaní o konkrétnom procese migrácie bude minimalizácia potenciálnych prenosových problémov a nákladov centrálnych bánk a používateľov systému TARGET. Plánuje sa, že prvá skupina krajín prejde na TARGET2 2. januára 2007. Eurosystem bude vo všetkých fázach projektu naďalej úzko spolupracovať s komunitou používateľov systému TARGET a bude pravidelne informovať o dosiahnutom pokroku.

2.3. CEZHRANIČNÉ POUŽÍVANIE KOLATERÁLU

Akceptovateľné aktívum môžu cezhranične použiť ako zábezpeka pri všetkých typoch úverových operácií Eurosystemu prostredníctvom modelu korešpondenčnej centrálnej banky (CCBM) alebo prostredníctvom akceptovateľných prepojení medzi systémami zúčtovania cenných papierov (SSS) EÚ. Model CCBM zabezpečuje Eurosystem a akceptovateľné prepojenia sú trhovým riešením.

Hodnota cezhraničného kolaterálu vedeného na účtoch v Eurosysteme vzrástla z 305 mld. EUR v decembri 2003 na 370 mld. EUR v decembri 2004. Koncom roka 2004 predstavoval cezhraničný kolaterál 43,89 % celkového kolaterálu poskytnutého Eurosystemu. Tieto hodnoty potvrdzujú trend rastúcej integrácie finančných trhov v eurozóne, ktorý je pozorovaný v posledných rokoch a zvyšujúcej sa ochoty zmluvných strán mať vo svojich portfóliách aktíva vydané v inej krajine eurozóny.

MODEL KOREŠPONDENČNEJ CENTRÁLNEJ BANKY

CCBM zostáva hlavným kanálom prevodu cezhraničného kolaterálu. Prostredníctvom neho sa realizovalo 35,37 % celkového kolaterálu poskytnutého Eurosystemu v roku 2004. Objem aktív v správe CCBM sa zvýšil z 259 mld. EUR

z konca roka 2003 na 298 mld. EUR na konci roka 2004.

V dôsledku vylepšení, ku ktorým došlo v roku 2003, NCB už na začiatku roka 2004 dosiahli svoj cieľ uskutočňovať vnútorné procedúry CCBM do jednej hodiny, za predpokladu, že zmluvné strany (a ich správcovia) predložia svoje príkazy korektné. Eurosystem skúma ďalšie možnosti zdokonaľovania a vytvárania alternatív pre efektívne a bezpečné používanie cezhraničného kolaterálu.

V reľazci spracovania prostredníctvom modelu CCBM hrajú často významnú úlohu správcovské banky, dodávaním kolaterálu z poverenia zmluvných strán. V januári 2004 sa zaviedol pojem „optimálne postupy“ (best practices) správcovských bánk zapojených do transakcií CCBM, na zostavení ktorých sa podieľali hlavné združenia európskeho úverového sektora. Cieľom je optimalizovať efektívnosť modelu CCBM. K uskutočňovaniu vnútorných procedúr CCBM do jednej hodiny prispelo tiež úsilie účastníkov trhu uviesť tieto optimálne postupy do života. Za istých okolností však môže dôjsť k prekročeniu tejto jednoodinovej referenčnej hodnoty, napríklad v prípade prevádzkovej špičky.

AKCEPTOVATEĽNÉ PREPOJENIA MEDZI SYSTÉMAMI ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV

Jednotlivé systémy SSS môžu byť prepojené prostredníctvom zmluvných alebo prevádzkových dohôd s cieľom umožniť cezhraničné prevody akceptovateľného kolaterálu medzi systémami. Keď sa už akceptovateľné cenné papiere prostredníctvom takéhoto prepojenia do iného SSS previedli, môžu byť použité v rámci miestnych postupov rovnako ako akýkoľvek domáci kolaterál. V súčasnosti majú zmluvné strany k dispozícii 59 prepojení, z nich sa však na zúčtovanie obchodov s cennými papiermi v úverových operáciách Eurosystemu aktívne používa iba obmedzený počet. Navyše tieto prepojenia pokrývajú iba časť eurozóny. Prepojenia sú pre úverové operácie Eurosystemu akceptovateľné, ak spĺňajú deväť užívateľských štandardov³, ktoré sú zamerané na požiadavky

centrálnych bánk pri zúčtovaní svojich operácií v systémoch SSS. Všetky nové prepojenia alebo zdokonaľovania akceptovateľných prepojení posudzuje Eurosystem podľa týchto štandardov. V roku 2004 boli zdokonaľené a kladne posúdené tri existujúce akceptovateľné prepojenia.

Objem kolaterálu vedeného na účtoch prostredníctvom týchto prepojení sa zvýšil zo 46 mld. EUR v decembri 2003 na 72 mld. EUR v decembri 2004, avšak predstavoval iba 8,5 % z celkového kolaterálu, cezhraničného a domáceho, ktorý bol v držbe Eurosystemu.

3 Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations, január 1998.

3. BANKOVKY A MINCÍ

3.1. OBEH BANKOVIEK A MINCÍ

DOPYT PO EUROVÝCH BANKOVKÁCH A MINCIACH

Po ročnej miere rastu 22 % v roku 2003 zaznamenala hodnota eurových bankoviek v obehu v roku 2004 nárast o 15,0 % a zvýšila sa zo 436,1 mld. EUR na 501,3 mld. EUR. Počet eurových bankoviek v obehu sa zvýšil o 6,8 % (v porovnaní s rastom o 10,1 % v roku 2003), z 9,0 mld. na 9,7 mld. V grafe 37 je znázornený vývoj celkovej hodnoty národných a eurových bankoviek v obehu v rokoch 2000 až 2004. Vývoj počtu eurových bankoviek v obehu od ich zavedenia znázorňuje graf 38.

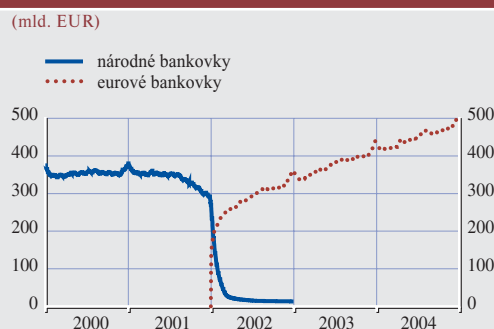
Od zavedenia eura rastie hodnota bankoviek v obehu strnšie než ich počet, čo je odrazom najmä osobitne silného rastu počtu bankoviek vysokých nominálnych hodnôt. Graf 39 znázorňuje vývoj počtu eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2004 v členení podľa nominálnych hodnôt. K najväčšiemu nárastu dopytu došlo v roku 2004 pri bankovkách 500 EUR, a to o 28,4 %. Veľmi silný bol aj dopyt po bankovkách 50 EUR a 100 EUR, keď počet týchto bankoviek v obehu vzrástol o 12,4 %, resp. o 13,5 %.

Celkový rast počtu bankoviek 5 EUR, 10 EUR, 20 EUR a 200 EUR v obehu je od ich zavedenia v roku 2002 veľmi mierny, avšak s odlišným vývojom v jednotlivých krajinách.

Dopyt po bankovkách 10 EUR a 20 EUR sa prudko zvyšoval iba počas sezónnych špičiek, keďže tieto bankovky sa najviac používajú v každodenných hotovostných platbách. V prípade bankovky 50 EUR sa zaznamenal jednak relatívne vysoký rast, jednak aj sezónne fluktuácie. Naproti tomu obeh bankoviek 5 EUR a 100 EUR vykazuje iba mierne sezónne zmeny a pri bankovkách 200 EUR a 500 EUR k takýmto sezónnym zmenám vôbec nedochádzalo. Je zrejme, že samotný dopyt za účelom transakcií vo vnútri eurozóny nedokáže vysvetliť trvajúci rastový trend bankoviek týchto nominálnych hodnôt, a teda určitú úlohu tu musia zohrávať aj iné faktory. Zdá sa, že jedným z nich je rastúci medzinárodný dopyt po eurových bankovkách. Nedávne analýzy naznačujú, že približne 10 % až 15 % bankoviek v obehu sa nachádza mimo eurozóny. Ďalším faktorom je hromadenie bankoviek verejnosťou, sčasti aj pod vplyvom nízkej úrovne úrokových mier.

V priebehu roka 2004 sa hodnota eurových mincí v obehu (čistý obeh, bez zásob uložených v NCB) zvýšila o 9,1 %, zo 14,1 mld. EUR na 15,3 mld. EUR. Celkový počet eurových mincí v obehu vzrástol o 14,8 % a dosiahol stav 56,2 mld. kusov. Od začiatku roka 2003, keď sa počet eurových mincí v obehu vrátil na pôvodnú hodnotu 40,4 mld. kusov, aká bola v čase prechodu na novú menu, ich počet neustále rastie.

Graf 37 Celková hodnota bankoviek v obehu v rokoch 2000 až 2004



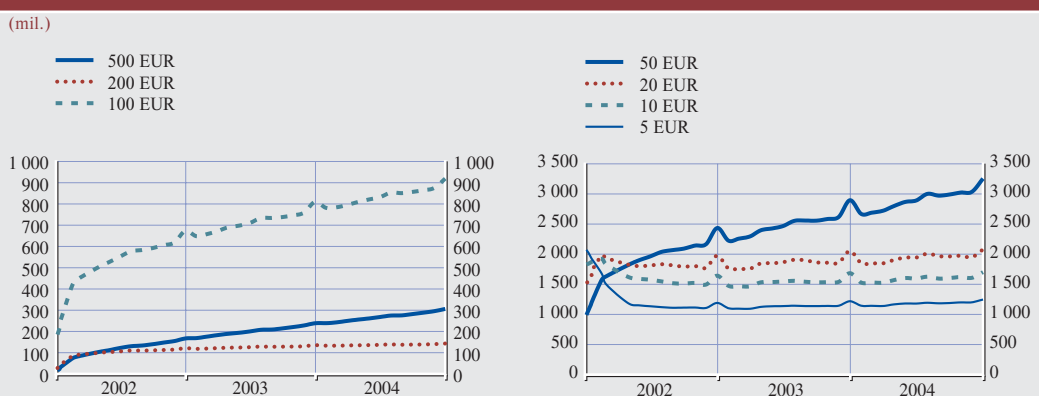
Zdroj: ECB.

Graf 38 Celkový počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2004



Zdroj: ECB.

Graf 39 Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2004



Zdroj: ECB.

SPRACOVÁVANIE BANKOVIEK V EUROSYSTÉME

Od druhého štvrťroka 2002 sú počty deponovaných a vyberaných eurových bankoviek vo všetkých NCB eurozóny vcelku stabilné. Prípadné výkyvy mesačných vkladov a výberov zväčša odrážajú obvyklé sezónne zmeny dopytu po bankovkách.

V roku 2004 sa v NCB eurozóny celkovo spracovalo 29,4 mld. eurových bankoviek, čo je približne rovnaký počet ako v roku 2003. Od januára do decembra bolo do obehu vydaných spolu 30,4 mld. bankoviek a do NCB sa vrátilo 29,7 mld. Obrátkovosť vyjadrená pomerom celkového počtu bankoviek prijatých na spracovanie do NCB k priemernému počtu bankoviek v obehu zostáva od roku 2002 relatívne stabilná a v roku 2004 dosiahla približne 3,4/rok. V roku 2004 bolo zničených 3,8 mld. bankoviek nespôsobilých na ďalší obeh.

3.2. FALŠOVANIE A POTLÁČANIE FALŠOVANIA BANKOVIEK

FALZIFIKÁTY EUROVÝCH BANKOVIEK

Potom, ako v roku 2002 a aj po väčšiu časť roka 2003 miera falšovania eurových bankoviek stále rástla, je v súčasnosti relatívne stabilná. Od posledného štvrťroka 2003 do konca roka 2004 sa každý mesiac zadržalo približne 50 000 falzifikátov, pričom dochádzalo k sezónnym

výkyvom, ktoré boli rovnaké ako pri pravých bankovkách, napríklad počas prázdninových období. Národné analytické centrá (National Analysis Centres (NAC))⁴ prijali v roku 2004 spolu 594 000 falzifikátov. V porovnaní s rokom 2003 to znamená zvýšenie o 7,8 %, čo je podstatne menej než miera rastu zaznamenaná v predchádzajúcom roku. Trend počtu zadržaných falzifikátov je znázornený v grafe 40; údaje boli od prechodu na novú menu zisťované v polročných intervaloch.

Z tabuľky 14 je zrejmé, že najčastejším cieľom falšovateľov zostáva bankovka 50 EUR, avšak v priebehu roka sa objavili isté náznaky, že organizovaný zločin sa stále viac zameriava na bankovky 100 EUR, 200 EUR a 500 EUR. V týchto nominálnych hodnotách sa vyrobilo menšie množstvo falzifikátov v nadpriemernej

Tabuľka 14 Výskyt falzifikátov podľa nominálnej hodnoty

	5 EUR	10 EUR	20 EUR	50 EUR
Podiel v %	1	5	24	48
	100 EUR	200 EUR	500 EUR	Spolu
Podiel v %	17	4	1	100

Zdroj: Eurosystem.

⁴ Centrá zriadené v každom z členských štátov zabezpečujúce prvotnú analýzu falšovaných eurových bankoviek na národnej úrovni.

kvalite. Takéto falzifikáty vyšších nominálnych hodnôt vyrobené organizovanými zločineckými skupinami sa často používajú skôr v súvislosti s inými formami zločinu, než aby sa objavovali na verejnosti.

Je evidentné, že počet falzifikátov (594 000 v roku 2004) je iba nepatrným zlomkom priemerného počtu pravých bankoviek v obehu (8,9 mld. v roku 2004). Verejnosť sa môže na bezpečnosť eura spoľahnúť, naďalej zostáva dobre chránenou menou, a to jednak vďaka dômyselnosti jeho ochranných prvkov a aj vďaka účinnosti práce európskych a národných orgánov zabezpečujúcich dodržiavanie zákonov. Verejnosť by však mala byť naďalej ostražitá. Skúška hmatom, pohľadom a naklonením, tzv. test „cítiť-vidieť-nakloniť“, stále postačuje na odhalenie falzifikátov skoro vo všetkých prípadoch.

POTLÁČANIE FALŠOVANIA

Okrem spolupráce s jednotlivými NCB, Europolom a Európskou komisiou (najmä s Európskym úradom pre boj proti podvodom (European Anti-Fraud Office – OLAF) uzavrela ECB v roku 2004 dohodu o ochrane eura a boji proti falšovaniu peňazí s Interpolom. Ďalej boli uzavreté dohody o spolupráci s centrálnymi bankami dvoch krajín susediacich s EÚ (Ukrajinou a Bulharskom) a v budúcnosti sa plánujú podobné dohody aj s ďalšími krajinami. Eurosystem aktívne pôsobil, v EÚ aj mimo nej, pri vzdelávaní odborníkov, ktorí spracovávajú



hotovosť, v oblasti rozpoznávania falzifikátov bankoviek a nakladaní s nimi. Centrum analýzy falzifikátov v ECB a NAC v jednotlivých NCB spolupracovali v boji proti falšovaniu peňazí s políciou a odborníkmi z NAC na požiadanie poskytovali príslušným orgánom odborné poradenstvo a vypracovávali technické správy.

Medzinárodné centrum pre potláčanie falšovania (International Counterfeit Deterrence Centre), so sídlom v ECB, pokračovalo v posudzovaní nových zariadení reprodukčnej techniky a systémov na potláčanie falšovania a naďalej podporovalo skupinu vytvorenú centrálnymi bankami na potláčanie falšovania (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), ktorá je spoločnou iniciatívou 27 centrálnych bánk z celého sveta.

3.3. EMISIA A VÝROBA BANKOVIEK

ÚLOHA EUROSISTÉMU V HOTOVOSTNOM PEŇAŽNOM OBEHU

V súvislosti s úlohou Eurosystemu a jeho oblasťami zodpovednosti v hotovostnom obehu Rada guvernérov v decembri 2004 odsúhlasila spoločné zásady a ciele. Definovanie úloh

Graf 40 Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2004



Zdroj: ECB.

a oblastí zodpovednosti Eurosystemu prispeje k vytvoreniu jednotnej oblasti platieb v eurách (Single Euro Payments Area) (kapitola 3 časť 3) a poskytne spoľahlivý rámec aj pre partnerov Eurosystemu v hotovostnom obehu (to znamená bankový sektor a spoločnosti zabezpečujúce prepravu peňazí). V súlade so zásadou decentralizácie Rada guvernérov nevytvorila nijaký úplne harmonizovaný systém pre hotovostné služby v eurozóne. Aj keď je určitá harmonizácia a štandardizácia pod vedením ECB potrebná, za konkrétne detaily implementácie na národnej úrovni zodpovedajú NCB, zohľadňujúc pritom národné ekonomické prostredie a bankové štruktúry, existujúcu sieť pobočiek NCB, relatívny podiel hotovostných platieb a prípadné dlhodobé dohody.

RÁMEC ECB NA ODHAĽOVANIE FALZIFIKÁTOV A TRIEDENIE BANKOVIEK PODĽA ICH SPÔSOBILOSTI NA ĎALŠÍ OBEH

Po konzultáciách s bankovým sektorom a subjektmi zabezpečujúcimi prepravu peňazí prijala ECB v decembri 2004 rámec na odhaľovanie falzifikátov a triedenie bankoviek podľa kvality (známe ako „fitness sorting“ – triedenie bankoviek podľa ich fyzickej spôsobilosti na ďalší obeh) úverovými inštitúciami a ostatnými subjektmi spracovávajúcimi hotovosť. Hlavným cieľom tohto rámca je implementovať spoločnú stratégiu manipulácie s bankovkami a ich spracovávanie v úverových inštitúciách a ostatných subjektoch spracovávajúcich hotovosť a poskytovať im pomoc pri plnení ich povinností podľa článku 6 nariadenia Rady (ES) č. 1338/2001 o odhaľovaní a sťahovaní falzifikátov eurových bankoviek z obehu. NCB zavedú tento rámec do svojej legislatívy najneskôr do konca roka 2006. Aby sa umožnilo úverovým inštitúciám a ostatným subjektom spracovávajúcim hotovosť prispôsobiť pracovné postupy a technické zariadenia, zavedie sa dvojročné prechodné obdobie trvajúce najviac do konca roka 2007.

VÝROBA BANKOVIEK

V roku 2004 sa vyrobilo spolu 1,6 mld. bankoviek, v porovnaní s 3,1 mld. v roku 2003. Toto podstatné zníženie výroby vyplynulo najmä

Tabuľka 15 Výroba eurových bankoviek v roku 2004

Nominálna hodnota	Množstvo (v mil. ks)	Zabezpečenie výroby NCB
5 EUR	-	-
10 EUR	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 EUR	290	FR, PT
50 EUR	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	124	IT, FI
200 EUR	-	-
500 EUR	124	DE, LU
Spolu	1 599	

Zdroj: ECB.

z nižšej než očakávanej potreby nahrádzať v roku 2003 nespôsobilé bankovky novými.

Od roku 2002 je výroba bankoviek zverená NCB, v súlade s decentralizovaným výrobným scenárom, založeným na tzv. pooling. Podľa tejto dohody každá NCB eurozóny zodpovedá za obstaranie prideleného podielu z celkovej požiadavky na určité nominálne hodnoty. Rozdelenie výroby bankoviek v roku 2004 je zhrnuté v tabuľke 15.

Pravidlá budúceho obstarávania bankoviek vymedzuje usmernenie ECB/2004/18, ktoré prijala Rada guvernérov v septembri 2004. Toto usmernenie ustanovuje jednotné výberové konanie Eurosystemu na výrobu eurových bankoviek, ktoré bude implementované najneskôr do 1. januára 2012. Tejto implementácii bude predchádzať prechodné obdobie, ktorým sa poskytne NCB a tlačiarňam dostatok času, aby sa mohli pripraviť na nový postup. Toto prechodné obdobie nezačne skôr než 1. januára 2008; jeho začiatok, o ktorom rozhodne Rada guvernérov, závisí na dosiahnutí hraničného počtu tak NCB, ktoré súhlasia s účasťou na jednotnom výberovom konaní Eurosystemu, ako aj množstva bankoviek, na ktoré sa vyhlasuje súťaž.

Toto usmernenie sa pripravilo podľa zásady otvorenej trhovej ekonomiky s voľnou súťažou, podporujúcou efektívne pridelovanie zdrojov a podľa legislatívy EÚ pre oblasť hospodárskej súťaže. Cieľom tohto postupu je zabezpečiť

najmä rovnaké zaobchádzanie so všetkými tlačiarňami, ktoré sa chcú zúčastniť na jednotnom výberovom konaní Eurosystému, ako aj zaručiť transparentnosť a ďalšiu spoľahlivú výrobu eurových bankoviek. Pravidlá výberového konania vymedzené v usmernení sa budú týkať všetkých požiadaviek na výrobu bankoviek Eurosystému. NCB prevádzkujúce vlastné tlačiarne alebo využívajúce štátne tlačiarne sa môžu rozhodnúť nezúčastniť sa na jednotnom výberovom konaní a budú v týchto tlačiarňach naďalej vyrábať bankovky, ktoré im boli pridelené.

BANKOVKY VEĽMI NÍZKÝCH NOMINÁLNYCH HODNÔT

Eurosystém v reakcii na návrhy z rôznych zdrojov preskúmal možné kladné a záporné aspekty zavedenia bankoviek veľmi nízkych nominálnych hodnôt, t. j. bankoviek 1 EUR a 2 EUR. Po dôkladnom zvážení sa Rada guvernérov v novembri 2004 rozhodla nemeniť svoje rozhodnutie o nominálnych hodnotách prijaté v roku 1998 a nevydávať bankovky v hodnote 1 EUR a 2 EUR. Po zvážení všetkých argumentov pre a proti, predložených v tejto debate, Rada guvernérov nakoniec dospela k názoru, že nevýhody zavedenia bankoviek veľmi nízkych nominálnych hodnôt prevažujú nad výhodami. K tomuto rozhodnutiu prispel najmä nedostatočný záujem väčšiny obyvateľov eurozóny o bankovky s veľmi nízkymi nominálnymi hodnotami, menšia efektívnosť, ktorá by zo zavedenia plynula pre väčšinu zainteresovaných strán, napríklad pre maloobchod a výrobcov predajných automatov, a najmä vysoké náklady na tlač a spracovanie bankoviek.

4. ŠTATISTIKA

ECB s pomocou NCB zhromažďuje širokú škálu štatistických údajov, ktoré ESCB potrebuje na plnenie svojich úloh. Potrebné štatistické informácie sa získavajú buď od príslušných národných orgánov, alebo priamo od hospodárskych subjektov. Podobne ako v predchádzajúcich rokoch, aj v roku 2004 bolo poskytovanie štatistických údajov plynulé, pričom pokračovali práce na ďalšom zdokonaľovaní štatistického rámca a v súlade so strednodobou stratégiou ECB v oblasti štatistiky sa pripravili nové štatistiky. V ECB sa konala druhá konferencia o štatistikách, tentoraz zameraná na ich využitie pri rozhodovaní v menovej a hospodárskej oblasti.

Zostávajú otvorené niektoré otázky týkajúce sa spoľahlivosti údajov v oblasti štatistiky verejných financií, ktorá má zásadný význam pre implementovanie Paktu stability a rastu a dôveryhodnosť kontroly rozpočtového hospodárenia. Za poskytovanie týchto štatistických údajov je zodpovedná Európska komisia (Eurostat), ktorá spolupracuje s národnými štatistickými úradmi (NSI) a v príslušných oblastiach s NCB. ECB vo veľkej miere využíva všeobecné štatistické údaje z hospodárskej oblasti, väčšinu ktorých zhromažďuje a kompiluje Eurostat. Poskytovanie týchto štatistických údajov za eurozónu sa v niektorých oblastiach skvalitňuje, napríklad z hľadiska včasnosti štvrťročných údajov o HDP, kvality predbežných odhadov HICP a disponibilít krátkodobých ukazovateľov z podnikovej sféry. S prihliadnutím na vývoj v posledných rokoch ECB uverejnila v decembri 2004 prehľad požiadaviek z oblasti všeobecnej hospodárskej štatistiky.

4.1. ĎALŠIE ZDOKONALOVANIE ŠTATISTICKÉHO RÁMCA EUROZÓNY

I napriek významným úspechom, ktoré sa vo vzťahu k štatistickému rámcu doteraz dosiahli, a všeobecne vysokej kvalite štatistických údajov eurozóny, je zdokonaľovanie celkového štatistického rámca eurozóny naďalej potrebné. Hospodárske premeny pokračujú a je nutné už



vopred prijímať potrebné opatrenia; niektoré medzery, ktoré v oblasti zhromažďovania údajov zistili používatelia v ECB a mimo nej, treba podľa možnosti odstrániť. V roku 2004 začala ECB pracovať na ďalšom zdokonalení celkového štatistického rámca. V dôsledku väčšej časovej náročnosti prípravy štatistických projektov možno výsledky očakávať v strednodobom výhľade.

Významným prvkom štatistického rámca eurozóny je dizajn a zostavenie systému štvrťročných národných účtov v členení podľa sektorov, ktorý Eurosystem pripravuje spolu s Eurostatom a jednotlivými NSI. Tento systém účtov sa vzťahuje na domácnosti, nefinančné spoločnosti, finančné spoločnosti, štátnu správu a zvyšok sveta. Tieto štatistiky odhalia vzájomné vzťahy medzi uvedenými sektormi a medzi finančnými a nefinančnými transakciami v ekonomike. Dostatočne dlhé časové rady takýchto sektorových účtov uverejňovaných v krátkom čase po skončení hodnoteného obdobia umožňujú zistiť cestu impulzov menovej politiky od finančného sektora do nefinančných sektorov eurozóny a okrem toho lepšie analyzovať dopad ekonomických šokov na eurozónu. Takéto časové rady umožnia tiež vykonať väčšie množstvo ďalších analýz. Do štvrťročných národných účtov členených podľa sektorov sú zabudované aj viaceré dôležité ukazovatele, ktoré majú rozhodujúci význam pri

analýze a prognózovaní vývoja hospodárskeho cyklu.

Začlenenie Medzinárodného účtovného štandardu 39 (IAS 39) pre finančné nástroje do právneho rámca EÚ, ktorý žiada, aby tento štandard od 1. januára 2005 používali všetky spoločnosti registrované na burze, si v záujme zachovania koncepcnej základne menových štatistík vyžiadalo novelizovať nariadenie o konsolidovanej súvahe sektora PFI (ECB/2001/13). Novelizujúce nariadenie (ECB/2004/21), ktoré vstúpilo do platnosti 1. januára 2005 zabezpečuje, že bez ohľadu na konkrétnu podobu, v ktorej bude IAS 39 nakoniec prijatý, budú PFI naďalej vykazovať úvery a vklady v nominálnych hodnotách bez ohľadu na zmeny, ktoré môžu nastať v zákonne upravenom účtovnom rámci EÚ po tomto termíne.

4.2. NOVÉ A ROZŠÍRENÉ ŠTATISTIKY

V roku 2004 začala ECB pre účastníkov trhu a širokú verejnosť uverejňovať niektoré nové štatistické produkty, ktoré sú dôležité pre výkon menovej politiky a iných úloh ESCB, pre hospodársku politiku všeobecne, účastníkov trhu a širšiu verejnosť.

ECB spolu s Európskou komisiou na jar 2004 po prvýkrát zverejnila mesačné štatistiky dlhodobých úrokových mier za desať nových členských štátov EÚ, ktoré sú dôležité z hľadiska posúdenia dosiahnutia vysokého stupňa konvergencie týchto štátov, vyžadovaného pri ich vstupe do EMU. Od júna 2004 ECB mesačne uverejňuje aj menovú prezentáciu platobnej bilancie eurozóny. Okrem toho ECB a Eurostat uverejnili správu o priamych zahraničných investíciách, v ktorej sa navrhujú zdokonalené metódy na kompilovanie takýchto štatistických produktov. Štvrťročné údaje bežného účtu platobnej bilancie za eurozónu sú teraz k dispozícii od roku 1980. Čo sa týka efektívnych výmenných kurzov eura, zaktualizovali sa obchodné váhy použité na výpočet indexov, zdokonalilo sa geografické pokrytie a od septembra 2004 sa uverejňujú

nové údajové rady. Toková a stavová štatistika kótovaných akcií za eurozónu sa teraz uverejňuje s mesačnou periodicitou. Nové štatistiky obsahujú údaje o hrubých emisiách a splatených a nesplatených sumách všetkých kótovaných akcií vydaných rezidentmi eurozóny.

V rámci plánu štatistických požiadaviek vo vzťahu k EMU (Action Plan on EMU Statistical Requirements), ktorý prijala Rada ECOFIN, Európska centrálna banka v roku 2004 uverejnila podrobný súbor štvrťročných nefinančných a finančných účtov sektora verejnej správy. S prácou na začleňovaní týchto štatistík do štvrťročných národných účtov podľa inštitucionálnych sektorov sa už začalo.

V roku 2004 ECB tiež skvalitnila svoj právny rámec, aby sa v budúcnosti mohli uverejňovať aj niektoré nové štatistiky. Zrevidovalo sa usmernenie a odporúčanie ECB o požiadavkách štatistického výkazníctva v oblasti štatistiky platobnej bilancie, štatistiky medzinárodnej investičnej pozície a spôsobe vykazovania devízových rezerv. Od januára 2005 začala ECB uverejňovať rozšírené štatistiky z tejto oblasti vrátane geografického členenia. Vo vzťahu k rozšíreniu EÚ uverejnila metodické usmernenia k štatistike platobnej bilancie PFI. Cieľom týchto usmernení je podpora jasného a konzistentného chápania požiadaviek a štandardov obsiahnutých v nariadení ECB/2003/10.

V roku 2004 sa vynaložilo značné úsilie v záujme zlepšeného uverejňovania štatistických údajov a ich dostupnosti. Rozšírenú štatistickú časť má aj Mesačný bulletin ECB, uverejňovaný v novej podobe od januára 2004, ako aj nová verzia internetovej stránky ECB, zavedená v júni 2004.

4.3. ŠTATISTIKA VEREJNÝCH FINANCIÍ

V roku 2004 sa vyskytli vážne obavy ohľadom spoľahlivosti štatistických údajov pre potreby kontroly rozpočtového hospodárenia, vyžadovaných podľa zmluvy a Paktu stability a rastu. ECB plne podporuje vyhlásenie

o náležitých štatistických štandardoch vydané po neformálnom stretnutí Rady ECOFIN v Scheveningene dňa 11. septembra 2004. Tieto štandardy by mali posilniť nezávislosť, integritu a kontrolovateľnosť NSI. V tejto súvislosti ECB úzko spolupracuje s Európskou komisiou, najmä prostredníctvom Výboru pre menové, finančné a platobno-bilančné štatistiky, ktorého členmi sú vedúci pracovníci štatistických útvarov Eurostatu, NSI, NCB a ECB. Implementácia usmernenia ECB o štatistike verejných financií, ktoré prijala Rada guvernérov vo februári 2005, prispeje k zvýšeniu kvality súhrnných finančných údajov z oblasti verejných financií v eurozóne a bude ďalším krokom k zabezpečeniu kvality a štandardov pre širšie súbory údajov z oblasti verejných financií potrebných pre rozpočtový dohľad.

5. EKONOMICKÝ VÝSKUM

Cieľom ekonomického výskumu ECB je vybudovať silnú koncepčnú a empirickú základňu pre strategické rozhodovanie. Ekonomický výskum v Eurosysteme sa preto zameriava na zvyšovanie znalosti fungovania ekonomiky eurozóny a na prípravu analýz, modelov a iných nástrojov potrebných na výkon menovej politiky ECB a plnenie ostatných úloh Eurosystemu.

Päť rokov po svojom zriadení požiadala ECB troch nezávislých externých expertov, aby na základe náročných akademických štandardov zhodnotili jej činnosť v oblasti ekonomického výskumu a posúdili, do akej miery tento výskum prispieva od roku 1998 k dosahovaniu jej cieľov. Správa expertov,⁵ ktorá je uverejnená na internetovej stránke ECB, kladne hodnotí výskumnú činnosť ECB v zmysle vedeckej kvality a pridanej hodnoty, významu z hľadiska výkonu menovej politiky a ostatných úloh a funkcií ECB, ako aj vplyvu na akademickú obec a ostatné inštitúcie prijímajúce strategické rozhodnutia. V zmysle zadaných podmienok hodnotitelia dali viacero odporúčaní na ďalšie zlepšenie výskumných aktivít. Odporúčania sa týkali piatich oblastí: motivácie zamestnancov

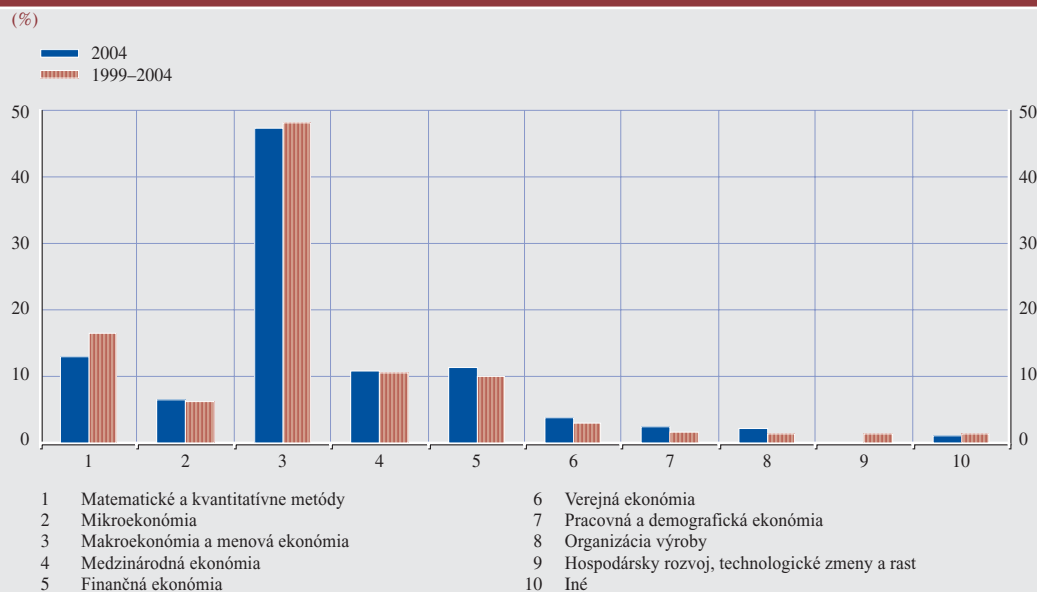
k výkonu vysokokvalitného výskumu, dlhodobého manažmentu ľudských zdrojov, pokrytia a koordinácie výskumných činností jednotlivými útvarmi ECB, podpory poskytovanej výskumu a komunikovania a rozširovania informácií o jeho výsledkoch. Viacero z týchto vylepšujúcich návrhov sa zhodovalo s hodnotením ECB a boli prijaté potrebné opatrenia na ich realizáciu.

5.1. VÝSKUMNÝ PROGRAM

Výskumný program na rok 2004 možno rozčleniť do šiestich hlavných oblastí: makroekonomika a menová ekonomika, medzinárodná makroekonomika a financie, finančná stabilita, finančná integrácia, makroekonomické modelovanie eurozóny a všeobecné ekonomické a štrukturálne otázky. Značné úsilie bolo venované aj skúmaniu otázok rozšírenia EÚ a ekonomík nových členských štátov. V tejto súvislosti sa realizovali prípravné

⁵ M. Goodfriend, R. König a R. Repullo: External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank, 2004.

Graf 41 Štruktúra príspevkov v ECB Working Paper Series podľa klasifikácie Journal of Economic Literature



Zdroj: ECB.

práce na budúce rozšírenie eurozóny, najmä z pohľadu analytických nástrojov používaných v makroekonomických projekciách.

Väčšina výsledkov výskumných aktivít uskutočňovaných v ECB alebo v spolupráci s ňou bola prezentovaná vo výskumných prácach radu ECB Working Paper, v menšej miere vo forme príležitostných štúdií ECB (Occasional Papers), a tiež na rôznych konferenciách a workshopoch. V roku 2004 bolo uverejnených 126 výskumných prác ECB (na porovnanie 97 v roku 2003). Značný počet výskumných prác ECB vydaných od začatia vydávania tohto radu v roku 1999 bol publikovaný, resp. ich publikovanie sa očakáva, vo vedeckých časopisoch (130) alebo v knižných publikáciách (30). Pri určitých časových oneskoreniach v dôsledku procesu porovnávania s podobnými publikovanými článkami sa očakáva, že tento už i tak významný podiel v roku 2005 ďalej vzrastie. Graf 41 ilustruje jasnú orientáciu ECB na strategicky významný výskum. Výskumné práce ECB sú rozčlenené na jednotlivé témy podľa klasifikačných kategórií Journal of Economic Literature. V študijných prácach ECB je najviac zastúpená téma „makroekonómia a menová ekonómia“, po nej nasledujú „matematické a kvantitatívne metódy“, „finančná ekonómia“ a „medzinárodná ekonómia“.

V priebehu roku 2004 ECB usporiadala viacero konferencií a workshopov. Konala sa napríklad tretia konferencia centrálnych bánk „Nové členské štáty: konvergencia a stabilita“, ktorá mala tri hlavné témy: hospodárska a štrukturálna transformácia nových členských štátov EÚ, medzinárodné väzby a makroekonomická výkonnosť nových členských štátov a makroekonomická adaptácia týchto krajín. Spolu s BIS a centrálnymi bankami krajín G10 začala ECB vydávať novú publikáciu International Journal of Central Banking (kapitola 6).



5.2. VÝSKUMNÉ SKUPINY

Výskumná činnosť ECB sa často vykonáva v rámci vytvorených skupín. Ide pritom o skupiny vedeckých pracovníkov zapojených do širších, viacúčelových projektov, ktorých členmi môžu byť ekonómovia z ECB, NCB eurozóny, iných centrálnych bánk a významných organizácií, ako aj iní vedeckí pracovníci. ECB poskytuje týmto skupinám koordinačnú a organizačnú podporu, a to sama alebo spolu s inými inštitúciami.

Skupina Inflation Persistence Network, do ktorej sú zapojení vedeckí pracovníci zo všetkých centrálnych bánk Euro systému, bola vytvorená v roku 2003 s cieľom analyzovať dynamiku inflácie v eurozóne a v jednotlivých národných ekonomikách. Na štúdiu tohto fenoménu sa využíva celý rad rôznych informácií, napríklad individuálne a sektorové údaje o spotrebiteľských cenách a cenách výrobcov, údaje o makroekonomických mierach inflácie a výsledky prieskumov. Záverečné výsledky analýzy sa očakávajú v roku 2005. V roku 2004 sa zrealizovala veľká časť empirickej časti tejto analýzy, čiastkové súborné výsledky boli uverejnené vo výskumných prácach ECB a získavala sa spätná väzba od akademickej obce. Niektoré výsledky boli prezentované aj na viacerých medzinárodných workshopoch a konferenciách, napríklad na konferencii, ktorú táto skupina zorganizovala v decembri 2004 v ECB. Poznatky získané na týchto

akciách využije skupina v záverečnej fáze analýzy. Skupina zatiaľ zistila, že frekvencia cenových zmien jednotlivých spotrebných tovarov a služieb v eurozóne nie je veľmi vysoká, v priemere sa ceny menia jedenkrát ročne. Keď už k cenovým úpravám dôjde, zvyčajne bývajú veľké a sú približne rovnomerne rozdelené na cenové zvýšenia a zníženia. Cenové rigidity sú viac rozšírené v sektore služieb než v sektore tovarov a vykazujú tendenciu byť v priemere vyššie v eurozóne než v Spojených štátoch. Podľa zistení skupiny môže pretrvávanie inflácie závisieť od skutočnej inflácie a zavedeného menovopolitického režimu a za inak nezmenených podmienok môže byť nižšia v prípade, keď očakávania cenovej stability majú silnú oporu v ekonomike.

Skupina Euro Area Business-Cycle Network, ktorá je organizovaná v spolupráci s Centrom pre výskum európskej politiky (CEPR), je fórom pre štúdium hospodárskych cyklov eurozóny. Spája vedeckých pracovníkov z akademického prostredia, centrálnych bánk a z iných inštitúcií. V roku 2004 táto skupina zorganizovala druhý cyklus školení o faktorových modeloch a metódach analýzy hospodárskych cyklov, ktorý usporiadala belgická centrálna banka (Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique) a univerzita Bocconi. Pripravila aj dva workshopy, jeden o hospodárskom cykle nových členských krajín a prístupových krajín, ktorý usporiadala rakúska centrálna banka (Oesterreichische Nationalbank), a druhý o najnovších zlepšeniach v oblasti kombinácie prognóz, usporiadateľom ktorého bola belgická centrálna banka (Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique). Od začiatku roka 2004 bola veľká časť výsledkov tejto skupiny uverejňovaná v novom rade diskusných prác, vydávanom spolu s CEPR.

Skupina Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, ktorú v roku 2002 vytvorila ECB spolu s Centrom pre finančné štúdie (CFS), sa zameriava na strategicky dôležitý výskum integrácie európskych finančných systémov a ich medzinárodné väzby. Táto skupina uzavrela dva roky svojej práce sympóziom

konanom vo Frankfurt nad Mohanom v máji 2004 (box 12). ECB a CFS rozhodli, že činnosť tejto skupiny bude pokračovať až do roku 2007 a jej priority sa rozšírili o tri oblasti: (i) súvislosť medzi finančnou integráciou a finančnou stabilitou, (ii) prístup do EÚ, finančný vývoj a finančná integrácia a (iii) modernizácia finančných systémov a hospodársky rast v Európe. Výskumný program Lamfalussy Fellowship, vytvorený v rámci tejto skupiny, bol tiež rozšírený na tieto tri oblasti.

5.3. MAKROEKONOMETRICKÉ MODELOVANIE EUROZÓNY

Významným rozvojovým prvkom v oblasti makroekonometrického modelovania v roku 2004 bol začiatok prác na novej generácii modelu eurozóny (ECB's Area-Wide Model). Tento model sa teraz prepracúva podľa najnovších poznatkov makroekonomickej teórie a odhadových metód. Na rozdiel od predchádzajúcich modelov, nová generácia makroekonometrických modelov známych ako dynamické stochastické rovnovážne modely sa opiera v podstatne väčšej miere o mikroekonomické základy. S prispáním výskumu uskutočneného v ECB sú v súčasnosti tieto modely už dostatočne rozpracované a dajú sa použiť v oblasti menovej politiky.⁶ Rýchlo sa stávajú štandardom strategických analýz a v rastúcej miere aj prognostických činností centrálnych bánk a iných strategických organizácií. S cieľom uľahčiť vytvorenie nového modelu pre celú eurozónu ECB zriadila fórum pre spoluprácu s Radou guvernérov amerického Federálneho rezervného systému a MMF, s inštitúciami, ktoré sa zaoberajú tvorbou a využívaním podobných modelov. ECB a americký Federálny rezervný systém spolupracujú prostredníctvom International Research Forum on Monetary Policy, iniciatívy, ktorá podporuje

6 Do tejto oblasti významne prispeli pracovníci Eurosystemu. Pozri F. Smets a R. Wouters: An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area, ECB Working Paper 171, uverejnený v *Journal of the European Economic Association*, 2003, ročník 1, číslo 5, s. 1123–1175. Táto práca bola ocenená prestížnou medailou Hicksa Tinbergena, ktorú udeľuje European Economic Association za vynikajúce výsledky v oblasti ekonomického výskumu.

výskum menovopolitických otázok relevantných z celosvetovej perspektívy. Očakáva sa, že technické práce na tomto modeli eurozóny budú pokračovať aj v roku 2005 a že finálne výsledky budú oznámené na záverečnej konferencii.

6. OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI

6.1. DODRŽIAVANIE ZÁKAZU MENOVÉHO FINANCOVANIA A PRIVILEGOVANÉHO PRÍSTUPU

Podľa článku 237(d) zmluvy sa ECB zveruje úloha monitorovať plnenie povinností podľa článkov 101 a 102 zmluvy a nariadení Rady (ES) č. 3603/93 a 3604/93 25 národnými centrálnymi bankami EÚ a ECB. Článok 101 zakazuje ECB a NCB poskytovať vládam a inštitúciám Európskeho spoločenstva možnosť prečerpania alebo akýkoľvek iný typ úveru, ako aj priamo od nich kupovať dlhové nástroje. Článok 102 zakazuje akékoľvek opatrenia, ktorými by sa bez predchádzajúceho dôkladného zváženia z pohľadu obozretnosti umožnil vládam a inštitúciám alebo orgánom Európskeho spoločenstva privilegovaný prístup k finančným inštitúciám. Popri ECB monitoruje dodržiavanie uvedených ustanovení členskými štátmi aj Európska komisia.

ECB monitoruje aj prípady nadobúdania dlhových nástrojov emitovaných domácim verejným sektorom aj verejným sektorom ostatných členských štátov centrálnymi bankami EÚ. Podľa úvodných ustanovení nariadenia Rady (ES) č. 3603/93 sa nadobúdanie dlhových nástrojov verejného sektora na sekundárnom trhu nesmie zneužiť na obchádzanie zámeru článku 101 zmluvy. Takáto forma nadobúdania sa nesmie stať spôsobom nepriameho financovania verejného sektora.

6.2. PORADENSKÉ FUNKCIE

Článok 105(4) zmluvy a článok 4 Štatútu ESCB vyžadujú, aby príslušné inštitúcie Európskeho spoločenstva a zodpovedné národné orgány⁷ v prípade potreby konzultovali s ECB všetky navrhované legislatívne akty Európskeho spoločenstva a národné legislatívne akty spadajúce do oblasti jej pôsobnosti. Rámec a podmienky takýchto konzultácií národných orgánov s ECB vo vzťahu k navrhovaným legislatívnym aktom stanovuje rozhodnutie Rady 98/415/ES z 29. júna 1998. Všetky stanoviská ECB sú uverejnené na jej internetovej stránke. Od januára 2005 sa stanoviská k návrhom národnej

legislatívy spravidla uverejňujú bezprostredne po ich prijatí a následnom odoslaní orgánu, ktorý si konzultácie vyžiadal, rovnako ako to už je v prípade stanovísk k návrhom legislatívy EÚ.

V roku 2004 sa uskutočnilo spolu 41 konzultácií, z toho 32 iniciovali národné orgány a deväť Rada EÚ. Zoznam stanovísk prijatých v roku 2004 je prílohou tejto výročnej správy. Osobitnú zmienku si vyžadujú nasledujúce stanoviská prijaté na základe požiadania národných orgánov:

Legislatívne návrhy, ktoré si podľa názoru ECB vyžadovali zmeny v záujme zosúladienia štatútov NCB s ustanoveniami zmluvy a Štatútu ESCB o nezávislosti centrálnych bánk, vrátane personálnej nezávislosti členov rozhodovacích orgánov NCB, konzultovalo s ECB viac členských štátov, hlavne Maďarsko a Taliansko.⁸

Taliansko, Holandsko a Slovensko konzultovali s ECB dôležité legislatívne reformy rámca finančného dozoru. ECB preskúmala legislatívne návrhy Talianska a Holandska, ktoré sa zakladali na tzv. twin peaks modeli finančného dohľadu, v rámci ktorého by bol dohľad nad obozretným podnikaním v celom finančnom sektore úlohou NCB a dohľad nad fungovaním trhov úlohou národného orgánu dohľadu nad finančným trhom.⁹ Navrhovaný inštitucionálny rámec ECB privítala, poznamenajúc vo svojom stanovisku, že tento prístup uznáva odlišný charakter dvoch cieľov, a to finančnej stability a ochrany investorov, berúc do úvahy väčšie systémové riziko v dôsledku užších väzieb medzi úverovými inštitúciami, poisťovňami, investičnými spoločnosťami a penzijnými fondmi. ECB usúdila, že s legislatívnym návrhom predkladaným na Slovensku, ktorým by sa rozšírili dohľadacie právomoci NCB tak, že by bola priamo a plne zodpovedná za dohľad nad celým finančným trhom Slovenska, by sa vytvorila taká štruktúra dohľadu, ktorá

⁷ Podľa protokolu o niektorých opatreniach týkajúcich sa Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska pripojeného k zmluve sa článok 105(4) zmluvy a článok 4 Štatútu ESCB na Spojené kráľovstvo nevzťahuje. Povinnosť konzultovať s ECB sa preto na národné orgány Spojeného kráľovstva nevzťahuje.

⁸ CON/2004/16; CON/2004/35.

⁹ CON/2004/16; CON/2004/21.

– hoci zatiaľ v EÚ bezprecedentná – by bola plne zlučiteľná s úlohami ESCB vykonávanými NCB.¹⁰

žiadny výkon v tejto oblasti. Saldo na konci roku 2003 bolo nulové a nové operácie sa v roku 2004 neuskutočnili.

Belgicko konzultovalo s ECB návrh „Tobinovej dane“, ktorá by mala formu dane zo všetkých devízových transakcií v Belgicku, s predpokladom, že porovnateľná legislatíva sa zavedie v ostatných členských štátoch alebo na úrovni Európskeho spoločenstva.¹¹ Aj keď ECB uznala dobré zámery obsiahnuté v návrhu zákona, dospela napokon k názoru, že užitočnosť takejto dane z ekonomického a menového pohľadu by bola veľmi otázná. Okrem toho by tento belgický legislatívny návrh bol v danej forme nezlučiteľný s článkom 56 zmluvy o voľnom pohybe kapitálu a o platbách medzi členskými štátmi a medzi členskými štátmi a tretími krajinami.

Francúzsko konzultovalo s ECB legislatívny návrh povoľujúci poskytovanie inflačne indexovaných úverov úverovými inštitúciami.¹² ECB vyjadrila svoje pochopenie pre zámer zvýšiť mieru zmluvnej slobody a umožniť hospodárskym subjektom zabezpečiť sa proti riziku inflácie, avšak zdôraznila, že širšie využívanie indexačnej klauzuly by vyvolalo značné obavy, nakoľko širšie používanie indexácie miezd a cien by mohlo podnietiť vznik nadmerných rigidít v systéme relatívnych cien a zvýšiť riziko roztáčania inflačných špirál.

Ďalej ECB poskytla stanovisko k článku 112(2)(b) zmluvy a článku 11.2 Štatútu ESCB ohľadom odporúčania Rady EÚ týkajúceho sa menovania nových členov Výkonnej rady ECB.

6.3. SPRÁVA PRIJÍMANIA A POSKYTOVANIA ÚVEROV EURÓPSKEHO SPOLOČENSTVA

V súlade s článkom 123(2) zmluvy a článkom 9 nariadenia Rady (ES) č. 332/2002 z 18. februára 2002 ECB naďalej zodpovedá za spravovanie prijímania a poskytovania úverov Európskeho spoločenstva v rámci mechanizmu strednodobej finančnej pomoci (Medium-Term Financial Assistance). V roku 2004 ECB neuskutočnila

¹⁰ CON/2004/31.

¹¹ CON/2004/34.

¹² CON/2004/20.

SLUŽBY EUROSYSTÉMU V OBLASTI SPRÁVY REZERV

V roku 2004 Eurosystem dokončil práce na novom rámci komplexného súboru služieb v oblasti správy rezerv v eurách poskytovaných centrálnym bankám, menovým orgánom a vládnyh agentúram mimo eurozóny a medzinárodným organizáciám, ktoré sa začali v roku 2003. Tento nový rámec, ktorý bol reakciou na neustále rastúce používanie eura ako rezervnej meny, je založený na osvedčených službách správy rezerv poskytovaných jednotlivými centrálnymi bankami Eurosystemu a na získaných skúsenostiach. Rozsah týchto služieb siaha od poskytovania správovských účtov a súvisiacich depozitných (úschovných) a zúčtovacích služieb až po služby v hotovostnej a investičnej oblasti. K príkladom dôležitých služieb, ktoré nový rámec zabezpečuje, patrí (i) možnosť automaticky deponovať prostriedky na jeden deň (overnight), v rámci ktorej si klienti môžu ukladať prostriedky priamo u poskytovateľa príslušných služieb a/alebo na trhu s atraktívnym úročením, (ii) možnosť využívať automatické programy zapožičiavania cenných papierov a (iii) realizácia individuálnych a trvalých príkazov podľa konkrétnych investičných preferencií klientov.

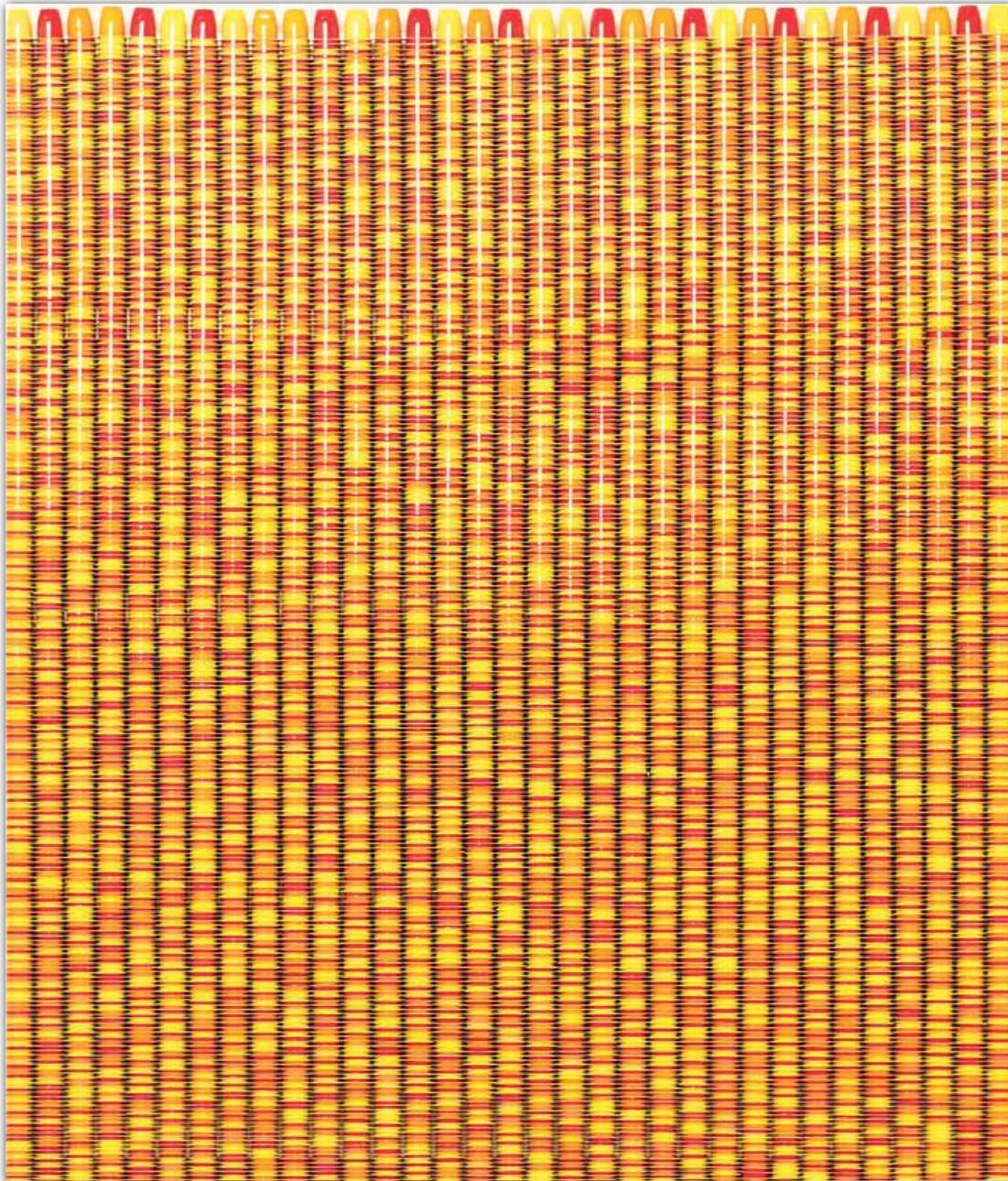
Jednou z hlavných črt tohto nového rámca je poskytovanie vysokokvalitných služieb v oblasti rezervných aktív klientov v eurách prostredníctvom jednotného prístupového miesta v eurozóne. Táto koncepcia je porovnateľná so spôsobom, akým vedúce svetové centrálny banky ponúkajú služby v oblasti správy aktív. Jednotlivé centrálny banky Eurosystemu, ktoré konajú ako jednotné prístupové miesta, sú známe ako „poskytovatelia služieb Eurosystemu“ a ponúkajú komplexný súbor služieb v oblasti správy rezerv pokrytých týmto novým rámcom. Výsledkom implementovania koncepcie jednotného prístupového miesta je, že klienti môžu zúčtovať a držať v úschove rôzne druhy cenných papierov s pevným úročením v eurách vydaných v celej eurozóne a mať pritom otvorený jediný depozitný účet. Každý z poskytovateľov služieb Eurosystemu ponúka rovnaký súbor služieb v oblasti správy rezerv so zosúladenými podmienkami, v zhode so všeobecnými trhovými štandardmi, čo svedčí o dosiahnutí vysokého stupňa harmonizácie.

V súčasnosti existuje šesť poskytovateľov služieb Eurosystemu, a to Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg a De Nederlandsche Bank. Zostávajúce centrálny banky Eurosystemu môžu tiež ponúkať niektoré zo služieb nového rámca. Okrem toho poskytovatelia služieb Eurosystemu aj ostatné centrálny banky Eurosystemu môžu individuálne ponúkať aj ďalšie služby správy rezerv v eurách. ECB plní úlohu koordinátora a zabezpečuje plynulé fungovanie tohto rámca.

V súlade so spôsobom, akým sú služby správy rezerv poskytované už mnoho rokov, je nový rámec založený na hlavných zásadách charakterizujúcich správu menových rezerv, napríklad na finančnej a právnej istote, a čo je najdôležitejšie, na zásade utajenosti. Služby správy rezerv podľa nového rámca sú ponúkané tradičným klientom, to znamená centrálnym bankám, a preto uspokojujú osobitné potreby a záujmy týchto inštitúcií, ktoré pôsobia v rovnakej oblasti činnosti centrálného bankovníctva ako samotný Eurosystem.

Nový rámec, ktorý je k dispozícii od 1. januára 2005, zostáva pružný, bude sa neustále rozvíjať a úzko sledovať najnovší vývoj vo finančnom sektore; bude promptne reagovať na potrebu klientov mať k dispozícii súbor moderných služieb v oblasti správy rezerv v eurách.

Autor
Jacob Dahlgren
Názov
Krakow, 2002
Technika
nádobky z jogurtu na alumíniu
Rozmery
184 × 148 × 10 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 3

FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA

1. FINANČNÁ STABILITA

Eurosytém prispieva k plynulému výkonu politík uskutočňovaných kompetentnými národnými orgánmi vo vzťahu k dohľadu nad obozretným podnikaním úverových inštitúcií a vo vzťahu k stabilite finančného systému. Týmto orgánom a Európskej komisii ponúka aj poradenské služby vo vzťahu k rozsahu a implementovaniu legislatívy Európskeho spoločenstva v uvedených oblastiach.

1.1. MONITOROVANIE FINANČNEJ STABILITY

ECB v záujme posúdenia schopnosti finančného systému absorbovať šoky monitoruje v spolupráci s Výborom ESCB pre bankový dohľad (Banking Supervision Committee – BSC) riziká finančnej stability.¹ Zameriava sa pritom na banky, pretože tieto aj naďalej zostávajú najdôležitejšími sprostredkovateľmi pri prevádzaní finančných prostriedkov od vkladateľov k príjemcom úverov v eurozóne a ako také predstavujú dôležitý kanál, cez ktorý sa môžu riziká rozšíriť aj do ostatných častí finančného systému. Avšak v dôsledku zvýšeného významu iných finančných inštitúcií a trhov a ich prepojenia s bankami sa zraniteľnosť ďalších zložiek finančného systému môže preniesť aj na banky. Z tohto dôvodu sa monitorovanie vzťahuje aj na vývoj v týchto ostatných zložkách.

CYKLICKÝ VÝVOJ

V roku 2004 sa schopnosť finančného systému eurozóny absorbovať šoky zlepšila. Finančné inštitúcie ťažili z rýchlejšieho než očakávaného posilňovania svetovej hospodárskej aktivity, čo preukazujú aj bilancie veľkých firiem a známky pretrvávajúcej veľkej chuti na strane investorov vstupovať do rizík. V dôsledku toho sa ziskovosť bánk a poisťovní zlepšila. Avšak prvotné varovné znaky krehkosti globálnych svetových trhov, rezultujúce z pociťovaného rizika, že by sa dlhodobé úrokové miery mohli z pôvodných veľmi nízkych úrovní uvoľniť a začať rásť, zostávajú.

V bankovom sektore eurozóny veľké banky naďalej vykazujú znaky zlepšenej ziskovosti a pokračujú tak v trende začatom v roku 2003.

Hlavným zdrojom tohto zlepšenia v roku 2004 bolo ďalšie znižovanie nákladov a menšia tvorba rezerv na úverové straty. Do zvyšovania ziskovosti sa zapojili ďalšie faktory a aj najslabšie banky dokázali rentabilitu vlastného kapitálu zlepšiť.

Pri zvyšovaní svojej ziskovosti sa banky prioritne zameriavali na nákladovú oblasť. Náklady sa znižovali najmä redukovaním pobočkových sietí a znižovaním počtu zamestnancov. Tvorba opravných položiek na úverové straty sa v roku 2004 znížila, rovnako ako v roku 2003. Zdá sa, že hlavným faktorom tohto vývoja je, že banky v súvislosti s hospodárskym oživením posudzovali svoje úverové riziko priaznivejšie. Zdá sa, že toto prehodnotenie je vyjadrením očakávanej konsolidácie ziskovosti podnikového sektora a ďalšieho zlepšenia bilancií veľkých firiem eurozóny. Objavovali sa však náznaky, že perspektíva malých a stredných podnikov naďalej zostáva menej priaznivá než perspektíva veľkých firiem.

I napriek zlepšenej ziskovosti pokračoval v roku 2004 pokles čistých úrokových príjmov – hlavnej zložky ziskovosti bankového sektora. Dochádzalo k tomu i napriek počiatocným náznakom zvýšenia objemov podnikových úverov a pokračujúcemu rastovému trendu pôžičiek domácnostiam na bývanie. K poklesu čistých úrokových príjmov dochádzalo najmä v dôsledku nízkych úrokových mier a narovňavania trhových výnosových kriviek, čo na jednej strane podporovalo dopyt po úveroch, ale na strane druhej spôsobovalo znižovanie úverových a depozitných bankových marží v eurozóne. Čo sa týka neúrokových príjmov bánk, mimoriadne obchodné zisky, ktoré mnohé z nich získali v roku 2003 vďaka živému rastu akciových trhov a zužujúcim sa úverovým spreadom, sa v roku 2004 nezopakovali. Boli tu určité náznaky, že trhové riziko niektorých hlavných bánk eurozóny sa v priebehu roka 2004 zvýšilo. Banky profitovali z vysokých príjmov

¹ V roku 2004 ECB po prvýkrát uverejnila správu o stabilite finančného systému eurozóny Financial Stability Review. Uverejnila aj tretie vydanie publikácie EU banking sector stability, v ktorej sú predložené hlavné zistenia pravidelného monitorovania stability bankového sektora, uskutočňovaného výborom BSC. Uvedené publikácie sú uverejnené na internetovej stránke ECB.

z poplatkov, väčšinou v dôsledku vyššej aktivity na finančných trhoch, a to v oblasti vlastných obchodov aj v oblasti správy majetku klientov.

Hlavné ukazovatele platobnej schopnosti veľkých bánk eurozóny sa v roku 2004 naďalej zlepšovali. Stojí za zmienku, že banky s najslabšou mierou solventnosti boli schopné dať svojej platobnej schopnosti pevnejší základ. Zlepšená schopnosť týchto bánk absorbovať šoky prispela k celkovej stabilite finančného systému eurozóny.

V priebehu roka 2004 sa naďalej zlepšovala aj finančná výkonnosť poisťovní. V oblasti neživotného poistenia išlo hlavne o zvyšovanie čistých príjmov z prijatého poistného, ktoré sa opieralo o citlivejšie stanovovanie výšky poistného vo vzťahu k riziku a o prísnejšie podmienky pri uzatváraní poistných zmlúv. Toto zlepšenie v oblasti hlavnej činnosti umožnilo ďalšie zlepšenie už i tak dobrej situácie neživotných poisťovní v oblasti platobnej schopnosti. Životné poisťovne vo väčšine krajín zaznamenali rast príjmov z prijatého poistného, ktorý bol podporený zvýšeným dopytom po produktoch, ktorých výkonnosť je spojená s akciovým trhom. Spolu s rastúcimi čistými príjmami z investícií to prispelo k zlepšeniu ich platobnej schopnosti. Avšak finančne najslabšie životné poisťovne naďalej zostávajú pod tlakom.

Rast globálneho sektora hedžových fondov pokračoval aj v roku 2004. I napriek nízkym výnosom dosiahnutým v roku 2004 sa nevyskytli nijaké jasné signály o tom, že by investori sťahovali svoje peniaze. Dôsledky rastu tohto odvetvia na finančnú stabilitu sa objavujú najmä z dôvodu jeho prepojenosti s bankovým sektorom. Prístup hedžových fondov k úverom sa zlepšil v dôsledku veľkej konkurencie, ktorá panuje medzi primárnymi brokermi. Primárnymi brokermi sú v typickom prípade banky a obchodníci s cennými papiermi, ktorí poskytujú hedžovým fondom financovanie, sprostredkovateľské a ostatné služby, pričom niektorí hlavní hráči prichádzajú z eurozóny. Riadenie rizika zmluvných partnerov primárnymi brokermi, ktoré sa zlepšilo následne po problémoch hraničiacich s platobnou neschopnosťou brokerskej firmy

Long-Term Capital Management (LTCM) v roku 1998, ťažilo zo zvýšeného sledovania trhového rizika portfólia (Value-at-Risk) a zo skúmania pôsobenia extrémnych pohybov cien aktív (stress tests).

ŠTRUKTURÁLNY ROZVOJ

Štrukturálne zmeny v bankovom sektore môžu mať významné dôsledky na finančnú stabilitu v dlhodobom horizonte. Strategické rozhodnutia bánk ovplyvňujú vzťah medzi rizikom a ziskovosťou a v konečnom dôsledku ovplyvňujú schopnosť finančného systému absorbovať šoky. Popri zmenách v regulačnej oblasti a v oblasti dohľadu (druhá časť tejto kapitoly) sa väčšina dôležitých štrukturálnych zmien, ktoré pokračovali aj v roku 2004, týkala konsolidácie, internacionalizácie, sprostredkovania a vyčleňovania činností prostredníctvom outsourcingu.²

Pre bankový sektor eurozóny je v posledných rokoch charakteristický pokračujúci proces konsolidácie. V rokoch 1997 – 2004 sa z bankového sektora vytratilo skoro 2 300 úverových inštitúcií. K tejto konsolidácii dochádza sčasti v dôsledku fúzií a akvizícií (mergers and acquisitions – M&A), ale aj vnútornej reštrukturalizácie bankových skupín. Reštrukturalizácia môže pomôcť bankám udržať si alebo zlepšiť ziskovosť, čo v konečnom dôsledku môže zvýšiť odolnosť bankového systému. Vedie to však k vytváraniu veľkých a komplexných finančných inštitúcií majúcich systémový význam. Konečný dosah tohto vývoja nemusí byť v tomto zmysle až taký jednoznačný, čo podčiarkuje potrebu zdokonalených vnútorných mechanizmov riadenia rizika, ako aj efektívneho dohľadu.

Prípady M&A sa väčšinou obmedzovali na vnútroštátne obchody. Za posledných desať rokov sa európske cezhraničné obchody s bankami podieľali na celkovom objeme fúzií v bankovom sektore iba 15 % v porovnaní s približne 40 % vo výrobnom sektore. Pretrvávajúca vnútroštátna orientácia týchto obchodov môže byť okrem

² Analýza štrukturálneho vývoja je podrobnejšie popísaná v správe BSC Review of structural developments in the EU banking sector, november 2004.



iného dôsledkom dosahovania väčších synergií v nákladovej oblasti prostredníctvom vnútroštátnej konsolidácie, ako aj rozdielnosti v oblasti zdaňovania, ochrany spotrebiteľa a podnikových kultúr.

I napriek relatívne nízkym cezhraničným aktivitám v oblasti M&A proces internacionalizácie pokračuje. Aktíva, ktoré majú banky uložené vo svojich pobočkách a v dcérskych spoločnostiach v ostatných krajinách eurozóny predstavujú v súčasnosti viac ako 10 % nekonsolidovaných bankových aktív eurozóny. Okrem toho banky v rastúcej miere poskytujú finančné služby cezhranične bez toho, aby mali v krajine recipienta miestne zastúpenie. Najviditeľnejší pokrok sa dosiahol v medzibankovej a wholesalovej oblasti, pričom objem retailových obchodov realizovaných cezhranične zostáva veľmi malý.

Dôležitosť retailových obchodov sa v posledných rokoch zvyšovala, najmä v dôsledku rýchlo rastúceho dopytu po úveroch na bývanie. Poukazuje to na zvýšenú potrebu bánk eurozóny zamerať sa na hlavné bankové činnosti a zlepšiť poznanie svojej klientskej základne.

V roku 2004 sa ďalej zvyšoval význam outsourcingu. Dochádza k dvom typom outsourcingu: prvým je zadávanie prác externým dodávateľom a druhým vyčleňovanie činností v rámci skupiny. V typickom prípade sa podporné činnosti a aktivity back-office zadávajú externým dodávateľom a hlavné činnosti zostávajú v banke. Vo väčších skupinových štruktúrach niektoré hlavné bankové činnosti vykonávajú špecializované dcérskej spoločnosti a ostatné subjekty skupiny produkty tejto spoločnosti distribuujú. Za outsourcingom väčšinou stojí snaha znižovať náklady, častou motiváciou však

býva aj získanie profesionálneho manažmentu a špičkových znalostí a uvoľňovanie zdrojov pre hlavnú oblasť činnosti. Dôsledky tohto vývoja na finančnú stabilitu je potrebné sledovať najmä v prípadoch, keď viacero finančných inštitúcií vyčleňuje svoje činnosti jedinému poskytovateľovi služieb.

1.2. SPOLUPRÁCA V KRÍZOVÝCH SITUÁCIÁCH

Kooperačný rámec medzi centrálnymi bankami a orgánmi bankového dohľadu v oblasti krízového manažmentu sa naďalej zlepšoval. V júni 2004 sa centrálné banky a orgány bankového dohľadu nových členských štátov rozhodli pripojiť sa k Memorandu o porozumení (Memorandum of Understanding), týkajúceho sa spolupráce v prípade krízových situácií. Toto memorandum, ktoré centrálné banky a orgány bankového dohľadu EÚ po prvýkrát podpísali v marci 2003, obsahuje súbor zásad a postupov pre cezhraničnú spoluprácu týchto inštitúcií v krízových situáciách.

Okrem toho BSC a Výbor európskych orgánov bankového dohľadu (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) vytvorili spoločnú pracovnú skupinu pre krízový manažment zloženú zo zástupcov všetkých európskych orgánov bankového dohľadu a centrálnych bánk. Má za úlohu pripraviť návrhy na ďalšie skvalitnenie spolupráce, najmä v zmysle vymedzenia optimálneho postupu pri vyrovnávaní sa s finančnými krízami v cezhraničnom kontexte. Prispeje aj k práci Hospodárskeho a finančného výboru (Economic and Financial Committee) v oblasti krízového manažmentu.

2. FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD

2.1. BANKOVÝ SYSTÉM

V oblasti bankového dohľadu mala aj v roku 2004 popredný význam reforma rámca primeranosti vlastných zdrojov. V júni guvernéri centrálnych bánk a najvyšší predstavitelia orgánov bankového dohľadu krajín skupiny G10 schválili nový rámec, známy ako Nová bazilejská dohoda o kapitáli alebo Bazilej II. Išlo o veľký úspech, ktorým sa približuje úspešné zavŕšenie päťročného úsilia Bazilejského výboru pre bankový dohľad (BCBS) a jeho členských orgánov vynaloženého v tejto oblasti. Tento nový rámec sa zavedie ku koncu roka 2006. Používanie najmodernejších postupov pri výpočte požiadaviek na vlastné zdroje bánk sa však povolí až o rok neskôr.

Po odsúhlasení nového rámca sa do centra medzinárodných a európskych aktivít v tejto oblasti dostávajú otázky implementácie a práca vykoná skupinou BCBS Accord Implementation Group. Očakáva sa, že niekoľko krajín zo skupiny G10 aj mimo nej vypracuje štvrtú štúdiu o kvantitatívnych dôsledkoch, známou ako QIS4. Výsledky by mali byť k dispozícii koncom roka 2005 a môžu viesť k ďalším kvantitatívnym úpravám rámca v roku 2006. Okrem toho BCBS definovala niektoré technické oblasti, kde je potrebné vykonať ďalšie práce. ECB bude tento proces naďalej podporovať a prispievať k nemu svojou účasťou pozorovateľa vo výbore BCBS a v jeho hlavných subštruktúrach vrátane skupiny Accord Implementation Group.

Na európskej úrovni sa novelizáciou kodifikovanej bankovej smernice a smernice o primeranosti vlastných zdrojov zavedie do legislatívy EÚ nový rámec primeranosti vlastných zdrojov, ktorý sa bude zakladať na dohode Bazilej II. Na rozdiel od rámca výboru BCBS, ktorý sa aplikuje iba na medzinárodne pôsobiace banky, sa rámec vlastných zdrojov EÚ na konsolidovanej a individuálnej báze použije na všetky úverové inštitúcie, ako aj na investičné spoločnosti. Týmto rámcom EÚ sa zlepší spolupráca a koordinácia medzi orgánmi bankového dohľadu tým, že sa zvýši dôležitosť „orgánu konsolidovaného dohľadu“. Týmto je spravidla národný orgán dohľadu členského

štátu, v ktorom materská inštitúcia skupiny získala bankovú licenciu a ktorého úlohou je výkon dohľadu nad cezhranične pôsobiacou bankovou skupinou v EÚ na najvyššej úrovni. Úloha tohto orgánu dohľadu by sa posilnila, keby sa mu zadala úloha koordinácie spracovania a schvaľovania žiadostí cezhranične pôsobiacich skupín v EÚ o umožnenie použitia prepracovanej metódy výpočtu požiadaviek na primeranosť vlastných zdrojov. Rozšírením právomocí orgánu konsolidovaného dohľadu by sa znížila celková pracovná záťaž v oblasti bankového dohľadu nad takouto bankovou skupinou.

Na základe konzultácie, ktorú si vyžiadala Rada EÚ, ECB vydala k novému rámcu primeranosti vlastných zdrojov svoje stanovisko, v ktorom vo všeobecnosti podporuje snahy o zavedenie tohto nového súboru pravidiel. ECB kladie dôraz na paralelnú implementáciu nového rámca EÚ a revidovaného bazilejského rámca, ktorá má rozhodujúci význam pre zabezpečenie rovnakých podmienok pre európske banky a ich konkurentov z iných krajín. ECB zdôraznila aj potrebu zlepšenia spolupráce medzi orgánmi bankového dohľadu v záujme konzistentného zapracovania a implementovania legislatívy EÚ do národných legislatív. Očakáva sa, že v tejto oblasti zohrá CEBS hlavnú úlohu.

2.2. CENNÉ PAPIERE

Ako jedno z najdôležitejších opatrení Akčného plánu finančných služieb (Financial Services Action Plan – FSAP) prijala v máji 2004 Rada EÚ smernicu o trhoch s finančnými nástrojmi (Financial Instruments Markets Directive), ktorou sa nahrádza režim daný smernicou o investičných službách (Investment Services Directive) z roku 1993. Táto nová smernica ustanovuje súbor pravidiel pre všetky obchodné miesta, to znamená pre regulované trhy, systémy s väčším počtom účastníkov a sprostredkovateľov realizujúcich klientske príkazy interne. Touto smernicou sa posilňuje spolupráca medzi finančnými regulačnými orgánmi s cieľom zabezpečiť efektívny rámec dozoru v celej EÚ.

Pracuje sa na ďalšej harmonizácii pravidiel o zverejňovaní finančných informácií spoločnosťami, ktorých cenné papiere sú kótované na európskych akciových trhoch. Rada EÚ v máji 2004 dosiahla politickú dohodu o novej smernici, známej ako smernica o transparentnosti (Transparency Directive). Zavedenie zosúladených a zdokonalených štandardov pre zverejňovanie finančných informácií bude mať na európsku ekonomiku pozitívne účinky.

S prihliadnutím na ich význam pre integráciu európskych finančných trhov a zvýšenie finančnej stability Eurosystem obe tieto regulačné iniciatívy plne podporuje a pozorne sleduje ich legislatívny proces. ECB k tomuto procesu prispela svojou prácou v Európskom výbore pre cenné papiere (European Securities Committee).

2.3. ÚČTOVNÍCTVO

Eurosystem má záujem na vývoji harmonizovaného účtovného rámca v EÚ z dôvodu jeho možného dosahu na banky a v konečnom dôsledku na finančnú stabilitu. Eurosystem podporuje aj vývoj nových štandardov, pretože podporia ďalšiu finančnú integráciu a prispedia k zvýšeniu efektívnosti európskych finančných trhov. Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (International Accounting Standards Board – IASB) pokračovala v roku 2004 vo svojej práci na nových účtovných štandardoch, najmä na štandarde International Accounting Standard 39 – IAS 39 týkajúceho sa používania reálnej hodnoty (fair value) pri finančných nástrojoch, ktoré tvoria veľkú časť bankových súvah.

Obavy z možných dopadov na finančnú stabilitu, vyslovených najmä Radou guvernérov a orgánmi dozoru nad obozretným podnikaním, podnietili IASB vydať revidovaný návrh IAS 39, ktorý zaviedol určité obmedzenia ohľadom voliteľného používania reálnych hodnôt pri finančných nástrojoch. Hodnotenie tohto revidovaného návrhu Radou guvernérov, ktoré sa opieralo

tiež o kvantitatívne prvky, túto iniciatívu vcelku podporilo, za predpokladu, že banky budú reálnu hodnotu implementovať obozretným spôsobom. Toto hodnotenie bolo oznámené v liste, ktorý prezident ECB zaslal IASB v septembri 2004, a v ktorom sa požadovalo, aby sa možnosť používania reálnych hodnôt obmedzila tak, aby slúžila len na zredukovanie umelej volatility.³ Dialóg s IASB bude pokračovať aj v roku 2005.

³ Tento list je spolu s prílohou obsahujúcou hlavné výsledky empirickej analýzy uverejnený na internetovej stránke ECB.

3. FINANČNÁ INTEGRÁCIA

ESCB sa zasadzuje za ďalšie zvyšovanie integrácie európskych finančných trhov a trhových infraštruktúr z dôvodu ich kľúčovej úlohy v transmisnom procese menovej politiky a v oblasti finančnej stability. Navyše by integrácia finančných trhov mala prispieť k vytvoreniu rovnakých podmienok pre všetky hospodárske subjekty, bez ohľadu na ich sídlo v EÚ. Okrem toho článok 105 zmluvy ustanovuje, že bez toho, aby bol dotknutý cieľ cenovej stability, ESCB podporuje všeobecnú hospodársku politiku Európskeho spoločenstva, v ktorej finančná integrácia zaujíma popredné miesto. Táto podpora je priama a pôsobí ako katalyzátor na kolektívne správanie účastníkov trhu.

PRÍSPEVOK K POLITIKE EÚ V OBLASTI FINANČNÝCH SLUŽIEB

Cieľom plánu FSAP, ktorý Európska komisia rozbehla v máji 1999, bolo dokončiť prípravu legislatívneho režimu, potrebného v záujme umožnenia účinného uplatňovania trhových slobôd v oblasti finančných služieb v celej EÚ. Prijatie 39 z celkovo 42 opatrení Spoločenstva uvedených vo FSAP do konca funkčného obdobia zvoleného Európskeho parlamentu v polovici roka 2004 viedlo k podstatnému zlepšeniu regulácie finančného sektora EÚ a bolo dôležitým krokom v procese integrácie európskych finančných trhov a trhových infraštruktúr. V júni 2004 sa ECB podieľala na konferencii o európskej finančnej integrácii na najvyššej úrovni organizovanej Európskou komisiou, ktorá bola prvou inventarizáciou úspechov dosiahnutých v rámci FSAP. Podľa názoru ECB, ktorý vo veľkej miere zdieľali aj ostatní účastníci, bude miera, v ktorej FSAP prispeje k vytvoreniu efektívneho jednotného finančného trhu, závisieť od dôsledného uvádzania opatrení plánu FSAP do života a ich vynucovania členskými štátmi. Je pravdepodobné, že ešte istý čas potrvá, kým sa dosah FSAP na finančné inštitúcie a trhy prejaví, pretože značný počet rozhodujúcich opatrení bol prijatý iba nedávno a väčšina z nich ešte nebola implementovaná na národnej úrovni.

Čo sa týka budúcej práce, ECB je toho názoru, že prioritnou by mala byť príprava moderného regulačného rámca pre finančné inštitúcie. Takýto rámec bol by jednak viac harmonizovaný v rámci členských štátov než ten dnešný a jednak bol by dostatočne pružný, aby sa dokázal prispôbovať meniacemu sa prostrediu. Tento projekt by mal byť zavŕšený zvýšeným úsilím o postupné zjednocovanie činností v oblasti dohľadu, čo by sa malo dosiahnuť zlepšenou spoluprácou medzi národnými orgánmi, okrem iného na úrovni výborov Level 3. Tieto aktivity by mali byť sprevádzané aj starostlivou analýzou vzťahov medzi finančnou integráciou a finančnou stabilitou. Osobitne by sa mal analyzovať dosah rozvoja cezhraničných bankových služieb na zásadu výkonu kontroly domácou krajinou, ktorá hrá v regulačnom rámci EÚ ústrednú úlohu. Po skončení plánu FSAP by súčasťou prostredia už mala byť aj stratégia v oblasti hospodárskej súťaže, pretože má rozhodujúcu úlohu v rozvoji celoeurópskeho trhu. Väčšia úloha súkromného sektora by tiež účinne podporila integráciu prostredníctvom samoregulácie. ECB sa bude podieľať na definovaní iniciatív v období po dokončení plánu FSAP, pričom bude čerpať z výsledkov výskumu ECB v oblasti otázok finančnej integrácie (box 12).

INICIATÍVA STEP

Súkromný sektor môže prispieť k finančnej integrácii spoločným úsilím zameraným na podporu postupného zblížovania zaužívaných trhových postupov. ECB môže v tomto procese pôsobiť ako katalyzátor, ako to preukazuje úloha, ktorú zohráva v iniciatíve STEP, týkajúcej sa krátkodobých cenných papierov EÚ (Short-Term European Paper). Túto iniciatívu začala Asociácia finančných trhov (Financial Markets Association – ACI) s úmyslom podporiť postupné zblížovanie štandardov a postupov, ktoré sa používajú na fragmentovaných európskych trhoch s krátkodobými cennými papiermi. Toto zblíženie sa dosiahne dobrovoľným prispôbením sa subjektov pôsobiacich na trhoch štandardom vymedzeným v trhovej dohode, ktorá bude upravovať zverejňovanie informácií, dokumentovanie, zúčtovanie a poskytovanie údajov ESCB na

ŠTUDIJNÁ SKUPINA PRE KAPITÁLOVÉ TRHY A FINANČNÚ INTEGRÁCIU V EURÓPE

V roku 2002 ECB a Centrum pre finančné štúdie (Center for Financial Studies, CFS) vytvorili študijnú skupinu, ktorá má za úlohu skúmať kapitálové trhy a finančnú integráciu v Európe. Táto skupina bola pôvodne zriadená na obdobie dvoch rokov, ktoré sa skončilo v máji 2004 sympóziom o jej piatich prioritných oblastiach.

Osobitne poučné boli predložené výsledky výskumu v prioritnej oblasti trhov s európskymi štátnymi dlhopismi. Zavedením spoločnej celoeurópskej elektronickej obchodnej platformy (Euro MTS) sa podstatne znížili transakčné náklady. Táto platforma nielenže zlepšila integráciu uvedeného trhového segmentu, ale jej dôsledkom bola aj vyššia likvidita a nižšie výnosy, najmä v prípade pravidelne vydávaných štátnych pokladničných poukázok (Treasury bills). Isté cezhraničné rozdiely v spreadoch výnosov však naďalej ostávajú, najmä v oblasti dlhodobých štátnych dlhopisov, a z veľkej miery ich vysvetľuje faktor medzinárodného rizika. Rozdiely v oblasti likvidity hrajú úlohu iba v súvislosti s týmto faktorom. Dynamicky sa rozvíjajúci trh s podnikovými dlhopismi vykazuje relatívne vysokú úroveň integrácie a faktory krajiny, v ktorej bol dlhopis vydaný, sú zodpovedné iba za marginálnu časť spreadov výnosov podnikových dlhopisov.

Práca, ktorú študijná skupina vykonala v priebehu prvých dvoch rokov svojej existencie, prispela k identifikovaniu troch hlavných oblastí činností: (i) určenie štrukturálnych charakteristík systémov zúčtovania a vyrovnania, ktoré bránia ďalšej integrácii, (ii) aktívne aplikovanie pravidiel hospodárskej súťaže, ktorými by sa predišlo diskriminačným praktikám voči zahraničným poskytovateľom finančných služieb, a (iii) odstránenie zostávajúcich rozdielov medzi národnými regulačnými pravidlami pre finančnú oblasť, ktoré zbytočne zvyšujú náklady spojené s celoeurópskym poskytovaním finančných služieb.

Po úspešnom dokončení prvej fázy sa ECB a CFS rozhodli, že činnosť tejto skupiny bude pokračovať až do roku 2007. Pre túto druhú fázu sa záujem skupiny rozšíril o nové členské štáty EÚ. Možnými oblasťami výskumu v tejto fáze sú prvé dôsledky FSAP na fungovanie európskeho finančného systému, ako aj viacero oblastí, ktoré neboli pokryté v prvej fáze. Hlavné priority skupiny sa doplnili o tri nové oblasti: (i) súvislosť medzi finančnou integráciou a finančnou stabilitou, (ii) pristúpenie do EÚ, finančný vývoj a finančná integrácia a (iii) modernizácia finančného systému a hospodársky rast v Európe.¹

¹ Komplexné zhrnutie výsledkov prvej fázy práce skupiny bolo uverejnené v správe Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years (ECB a CFS, 2004) a v zvláštnom vydaní Oxford Review of Economic Policy 20(4), 2004, European financial integration, pripravenom v spolupráci s touto skupinou.

prípravu štatistických výstupov. Emisným programom, ktoré budú tieto štandardy spĺňať, bude ACI udeľovať visačku STEP. Táto visačka sa však nebude týkať finančnej sily emitenta, likvidity aktív, ani správnosti informácií poskytnutých v informačnom memorande. Popri tom budú naďalej platiť národné pravidlá použiteľné vo vzťahu k daným dlhovým

nástrojom. Subjekty aktívne sa zasadujúce za túto iniciatívu predložili svoje odporúčania v správe z marca 2004, ktorá obsahuje i niektoré odporúčania adresované ESCB.

Rada guvernérov tieto odporúčania ACI vyhodnotila a celkovo k nim zaujala priaznivý postoj. S ohľadom na odporúčania určené

ESCB sa rozhodlo, že za určitých podmienok bude ESCB v prvých dvoch rokoch od začatia udeľovania visačky STEP technicky podporovať s tým súvisiace činnosti. Za udeľovanie visačiek STEP však bude zodpovedať výbor STEP Market Committee. Technický príspevok k procesu udeľovania visačiek však nebude viesť k tomu, aby ESCB prijímal rozhodnutia, napríklad vo forme zákazu alebo pozastavenia emisií v prípade, keď emitent nedodržiava požiadavky tejto dohody. Jediným dôsledkom v takomto prípade bude, že ACI odíme emisnému programu visačku STEP. Rada guvernérov sa taktiež rozhodla prijať odporúčenie na prípravu a uverejňovanie štatistických údajov o výnosoch a objemoch, po preverení efektívnosti procesu zhromažďovania týchto údajov. ACI v súčasnosti tento projekt realizuje, berúc do úvahy rozhodnutia Rady guvernérov.

JEDNOTNÁ OBLASŤ PLATIEB V EURÁCH

ECB zohráva úlohu katalyzátora aj v projekte vytvorenia jednotnej oblasti platieb v eurách (Single Euro Payment Area – SEPA), ktorý európsky bankový sektor rozbehol v roku 2002. Cieľom je, aby sa cezhraničné platby dali z jedného bankového účtu prevádzkať do celej eurozóny rovnako ľahko a bezpečne ako domáce platby. Všetky platby by mali dosahovať aspoň takú úroveň bezpečnosti a efektívnosti ako platby v najlepších fungujúcich národných platobných systémoch. ECB sa zúčastňuje ako pozorovateľ vo Výbore pre európske platby (European Payments Council – EPC), ktorý na riadenie tohto projektu zriadil európsky bankový sektor. V roku 2004 Eurosystem pokračoval v úzkej spolupráci s účastníkmi trhu prostredníctvom Kontaktnej skupiny pre stratégiu platieb v eurách (Contact Group for Euro Payments Strategy). Pri podpore SEPA Eurosystem úzko spolupracuje aj s Európskou komisiou, keďže úlohy Komisie a Eurosystemu pri podpore SEPA sa vzájomne dopĺňajú.

V tretej správe o dosiahnutom pokroku v projekte SEPA Rada guvernérov formálne vyhodnotila úspechy, ktoré bankový sektor v tejto oblasti dosiahol.⁴ Privítal cieľ bankového sektora, ktorým je mať do konca roka 2010 vytvorenú

plnohodnotnú infraštruktúru SEPA, a odporučil, aby sa do roku 2008 zabezpečila oblasť SEPA aj pre občanov v tom zmysle, aby občania a podnikateľské subjekty mali možnosť využívať celoeurópske nástroje a štandardy aj v oblasti domácich platieb. Úlohou EPC je definovať ciele SEPA a celkovú stratégiu, avšak spôsob implementácie môže byť rôzny, v závislosti na miestnych podmienkach. S cieľom podnietiť implementáciu na národnej úrovni Eurosystem vyzval banky eurozóny, aby v priebehu roku 2005 predložili svoje národné plány na postupný prechod na SEPA do konca roka 2010.

E-PLATBY

E-platby sú platby, ktoré sú generované a realizované elektronicky. Medzi aktivity Eurosystemu vo vzťahu k e-platbám patrí podpora spolupráce a tvorby konsenzu na trhu elektronických platieb, sledovanie vývoja na tomto trhu a zaisťovanie jeho bezpečnosti a zdokonaľovanie zodpovedajúcich štatistických informácií. V roku 2004 ECB naďalej prevádzkovala internetovú stránku pre e-platby (e-Payment Systems Observatory – ePSO)⁵. V novembri 2004 ECB zorganizovala konferenciu s názvom E-platby bez hraníc (E-payments without frontiers), pričom pred jej konaním predložila na verejnú diskusiu pripravený materiál. Aj keď sa celkovo istý pokrok dosiahol, ešte stále je v záujme zabezpečenia bezpečných, pohodlných a efektívnych cezhraničných systémov e-platieb potrebné vynaložiť značné úsilie. Ide najmä o retailové elektronické platobné transakcie, kde sa prevádzkové charakteristiky, poplatky a platné pravidlá stále značne odlišujú.

SYSTÉMY PLATOBNÝCH KARIET

Eurosystem prisudzuje platobným kartám ako najvýznamnejšiemu bezhotovostnému platobnému prostriedku veľký význam, najmä v cezhraničnom kontexte. ECB uskutočnila prieskum, úlohou ktorého bolo získať väčšie množstvo informácií o štruktúre využívania

4 Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report, ECB, december 2004.

5 ePSO je platformou pre výmenu informácií o elektronických platbách. Možno ju nájsť na adrese www.e-psy.info.

platobných kariet v Európe a o spôsoboch spracovania a zúčtovania platieb prostredníctvom týchto kariet. Týkal sa aspektov používania, vydávania a obstarávania, celkovej technickej infraštruktúry, ako aj riadenia rizika a právneho základu. ECB tiež zorganizovala k problematike platobných kariet stretnutie Payment Round Table, na ktorom sa zúčastnili hlavní emitenti a aktéri pôsobiaci v tejto oblasti. Pri tomto okrúhlym stole Eurosystem v rámci podpory SEPA vyjadril svoj rastúci záujem o túto oblasť; určili sa viaceré oblasti, ktorým je potrebné sa ďalej venovať, napríklad transakčné poplatky (interchange fees), akceptácia kariet, regulačný rámec a predchádzanie podvodom s platobnými kartami.

INFRAŠTRUKTÚRA ZÚČTOVANIA A VYROVNANIA CENNÝCH PAPIEROV

V apríli 2004 Európska komisia predložila na verejnú diskusiu dokument o zúčtovaní a vyrovnaní s načrtnutím krokov, ktoré zamýšľa podniknúť s cieľom podporiť európsku integráciu a efektívnosť v tejto oblasti. Na túto diskusiu reagoval Eurosystem pozitívne.⁶

ECB podporuje integráciu a reformu zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi svojou účasťou v skupine Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group, ktorú Komisia zriadila v roku 2004. ECB takto prispieva ku koordinácii iniciatív súkromného a verejného sektora v oblasti styku s trhom, s úmyslom podporiť odstránenie technických bariér, ktoré identifikovala skupina Giovannini Group, ktorá je fórom finančných expertov poskytujúcich poradenské služby Európskej komisii v oblasti finančného sektora. Okrem tohto sa ECB zúčastnila na spoločnom zasadnutí združení centrálnych depozitárov cenných papierov European Central Securities Depositories Association a Central and Eastern European Central Securities Depositories Association, ktoré sa zameriavalo na integráciu sektora zúčtovania a vyrovnania v EÚ. ECB uvíta ďalšie kroky vedúce k vytvoreniu jednotného európskeho združenia centrálnych depozitárov cenných papierov.

Proces konsolidácie európskej infraštruktúry cenných papierov pokračoval v roku 2004 fúziou fínskeho a švédskeho centrálného depozitára cenných papierov. Dlhodobým plánom novej skupiny je používať spoločnú technologickú platformu.

MONITOROVANIE FINANČNEJ INTEGRÁCIE

Na meranie stupňa finančnej integrácie eurozóny vyvinula ECB viacero ukazovateľov. Súbor takýchto ukazovateľov bol uverejnený v Occasional Paper ECB v roku 2004.⁷ Tieto indikátory poslúžili ako základ hodnotenia pokroku dosiahnutého v oblasti integrácie rôznych finančných trhov. Niektoré výsledky z oblasti integrácie úverového trhu eurozóny sú uvedené v boxe 13. ECB má záujem sledovať aj pokrok v oblasti budúcej finančnej integrácie.

⁶ Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response, ECB, júl 2004.

⁷ L. Baele a kol.: Measuring financial integration in the euro area, Occasional Paper ECB č. 14, máj 2004.

FINANČNÁ INTEGRÁCIA ÚVEROVÉHO TRHU EUROZÓNY

Dôležitým ukazovateľom integrácie trhu retailových bankových služieb je porovnanie úrokových mier v jednotlivých krajinách. So zvyšovaním miery integrácie sa dá očakávať, že rozdiely medzi úrokmi podobných bankových produktov sa budú v jednotlivých krajinách znižovať. Skúmanie, či sa tieto rozdiely naozaj znižujú, je však v praxi sťažené odlišnosťou jednotlivých produktov a inštitúcií. Týka sa to najmä retailového bankovníctva, kde trhy v eurozóne zostávajú prevažne na lokálnej úrovni. Okrem geografických bariér majú rozdiely medzi jednotlivými krajinami viacero dôvodov, sú to napríklad hospodárske, štrukturálne a inštitucionálne faktory. Tieto faktory sa týkajú napríklad rozdielov v oblasti regulácie, hospodárskej súťaže, vzťahov banka-klient a celkového rozvoja finančného systému.

Na zisťovanie miery integrácie úverového trhu eurozóny možno použiť harmonizované štatistické údaje úrokových mier ECB. Pri interpretovaní údajov je však potrebné myslieť na to, že v rámci jednotlivých kategórií úrokových mier môžu byť jednotlivé národné súbory stále značne heterogénne. Je to napríklad v dôsledku agregovania rôznych nástrojov v rámci daného pásma splatnosti a agregovania zabezpečených a nezabezpečených úverov v rámci tej istej kategórie. Berúc do úvahy tieto nedostatky, viacero integračných ukazovateľov, založených na disperzii úrokových mier v jednotlivých krajinách eurozóny, naznačuje, že miera integrácie jednotlivých trhových segmentov sa značne líši. Zdá sa byť napríklad relatívne vyššia v prípade úverov domácnostiam na bývanie a krátkodobých úverov nefinančným spoločnostiam a relatívne nižšia pri prečerpaní účtu nefinančných spoločností a pri spotrebiteľských úveroch domácnostiam.

4. DOHĽAD NAD TRHOVOU INFRAŠTRUKTÚROU

Jednou z úloh Eurosystemu podľa jeho štatútu je vykonávať dozor nad platobnými a zúčtovacími systémami. Cieľom tohto dozoru je zabezpečiť, aby celková organizácia platobných tokov v ekonomike bola efektívna a bezpečná. Eurosystem sa celkovo zaujíma aj o ostatnú infraštruktúru využívanú pri prevodoch cenných papierov, napríklad o systémy zúčtovania a vyrovnania cenných papierov, pretože výpadky pri zúčtovaní kolaterálu by mohli ohroziť uskutočňovanie menovej politiky a plynulé fungovanie platobných systémov.

4.1. DOHĽAD NAD PLATOBNÝMI SYSTÉMAMI PLATIEB VEĽKEJ HODNOTY V EURÁCH A INFRAŠTRUKTÚROU

Úloha Eurosystemu vykonávať dohľad sa vzťahuje na všetky platobné systémy v eurách vrátane systémov, ktoré spravuje samotný Eurosystem. Na vlastné systémy aj na systémy prevádzkované súkromnou sférou aplikuje Eurosystem tie isté štandardy dohľadu. Ide o Základné princípy pre systémovo dôležité platobné systémy (Core Principles for Systemically Important Payment Systems), ktoré Rada guvernérov prijala v roku 2001 za základ svojej politiky v oblasti dohľadu nad systémovo dôležitými platobnými systémami.

SYSTÉM TARGET A OSTATNÉ PLATOBNÉ SYSTÉMY PLATIEB VEĽKEJ HODNOTY V EURÁCH

Rámec dohľadu nad systémom TARGET sa ďalej rozvinul definovaním minimálnych metodologických požiadaviek, ktoré by mali pri výkone svojho dohľadu nad systémom TARGET dodržiavať všetky NCB a ECB. Orgány vykonávajúce dohľad nad súčasným systémom TARGET sa už začali zamýšľať aj nad výkonom dohľadu nad systémom TARGET2.

V roku 2004 sa uskutočnilo hodnotenie systémov platieb veľkej hodnoty v eurách z hľadiska základných princípov (Core Principles), pričom sa hodnotil ich stav v polovici roka 2003. Celkové výsledky boli uverejnené v máji 2004. Zistilo sa, že miera dodržiavania základných princípov je v prípade všetkých komponentov systému TARGET veľmi vysoká.

Malý počet miest, ktoré si vyžadujú zlepšenie, sa našiel v oblasti hospodárnosti a kontinuity zúčtovania. Tieto záležitosti budú sledovať orgány dohľadu nad systémom TARGET a jeho prevádzkovatelia. Orgány dohľadu nad systémom TARGET ocenili významnú úlohu, ktorú prevádzkovatelia tohto systému zohrali pri zaisťovaní jeho bezpečnej prevádzky prostredníctvom riadenia rizika. Situačnú správu o možných rizikách systému TARGET, ktorú vypracovali jeho prevádzkovatelia, hodnotili orgány dohľadu celkovo kladne. Pri preverke systémov platieb veľkej hodnoty v eurách prevádzkovaných súkromnou sférou sa väčšie nedostatky nezistili.

EURO 1

Dozor nad systémom EURO 1 sa zameriaval na plány jeho prevádzkovateľa EBA Clearing (EBA) na zdokonalenie mechanizmu Flexible Settlement Mechanism, ktorým by sa bankám umožnilo zúčtovať svoje pozície STEP 2 v EURO 1 bez toho, aby sa museli stať priamymi členmi/akcionármi EURO 1. STEP 2 je retailový platobný systém EBA. Za predpokladu, že získa súhlas ECB ako orgánu dohľadu, plánuje EBA túto funkciu ďalej rozšíriť, nakoľko zatiaľ je prístupná len pre tých účastníkov EURO 1, ktorí si prostriedky vyčlenia vopred (účastníci „pre-fund“). Táto funkcia by sa mala v záujme zvýšenia spracovateľskej kapacity EURO 1 rozšíriť tak, aby umožňovala členom EURO 1 uskutočňovať prevody prostriedkov vedených na účtoch v centrálnych bankách do systému EURO 1 prostredníctvom systému TARGET.

SYSTÉM „CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT“

V systéme Continuous Linked Settlement (CLS) sa zúčtovávajú devízové transakcie spôsobom platba proti platbe, čím sa vo veľmi veľkej miere eliminuje riziko devízového zúčtovania. V súčasnosti sa prostredníctvom tohto systému zúčtovávajú transakcie v 15 menách, s ktorými sa medzinárodne obchoduje vrátane hongkonského dolára, novozélandského dolára, kórejského wonu a juhoafrického randu (od decembra 2004).

V decembri 2004 sa v systéme CLS zúčtovalo denne v priemere 69 000 obchodov s priemernou dennou hodnotou 960 mld. USD.⁸ Podľa prieskumu, ktorý uskutočnila BIS v apríli 2004, cez systém CLS v tom čase prechádzala približne štvrtina všetkých devízových obchodov. Najvýznamnejšou zúčtovacou menou po americkom dolári je euro. V decembri 2004 sa prostredníctvom CLS zúčtovalo v priemere 309 mld. EUR denne, čo predstavuje 22 % z celkovej hodnoty zúčtovaných transakcií (v prípade amerického dolára to bolo 46 %). Podiel eura sa v porovnaní s rokom 2003 mierne znížil, v dôsledku vyššieho počtu mien zúčtovaných v CLS a tiež v dôsledku oceňovacích efektov.

Vo vzťahu k CLS má ECB dvojakú úlohu. Zúčastňuje sa na výkone dohľadu nad týmto systémom a súčasne poskytuje zúčtovacie služby. Dozor nad CLS vykonáva ECB spolu s centrálnymi bankami krajín G10 a mimo G10, ktorých meny sa v systéme zúčtovávajú, pričom vedúcu úlohu v tomto dohľade má americký Federal Reserve System. V roku 2004 sa ECB v oblasti dozoru zameriavala najmä na ďalšie zvyšovanie schopnosti obnovy činnosti systému CLS a na zabezpečenie rozvoja objektívneho rámca pre príberanie nových mien.

ECB považuje systém CLS za veľmi presvedčivé riešenie na zníženie rizika devízového zúčtovania pri transakciách v eurách. Prostredníctvom CLS sa však zúčtováva iba menšia časť wholesalových devízových transakcií v eurách. Z tohto dôvodu boli banky vyzvané, aby prehodnotili svoje činnosti v oblasti zúčtovania svojich devízových transakcií a zvažili, či sú ich metódy znižovania rizika primerané.

SWIFT

Spoločnosť pre celosvetové bankové telekomunikačné spojenie SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) je poskytovateľom siete, ktorá umožňuje bezpečnú výmenu finančných správ medzi finančnými inštitúciami. Z dôvodu významu, aký má pre plynulé fungovanie svetového finančného systému, spoločnosť podlieha dozoru centrálnych bánk, i napriek

tomu, že táto spoločnosť nie je finančnou inštitúciou. ECB sa podieľa na dohľade nad spoločnosťou SWIFT, ktorý sa uskutočňuje formou vzájomnej spolupráce medzi centrálnymi bankami krajín G10, pričom hlavným orgánom dohľadu je Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. V roku 2004 sa programy výkonu dohľadu posilnili, aby sa zabezpečilo adekvátne zapojenie sa všetkých orgánov dohľadu z krajín G10 a umožnila sa dynamická komunikácia a výmena správ medzi spoločnosťou SWIFT a orgánmi dohľadu. Pozornosť dozoru sa zameriava na schopnosť SWIFT-u pružne reagovať v krízových situáciách, na vnútorné procesy riadenia rizika a na náhradu pôvodnej prenosovej siete novou sieťou SWIFTNet, ktorá je založená na internetovej technológii.

KOREŠPONDENČNÉ BANKOVNÍCTVO

Banky majú často uzavreté dohody o vzájomnom poskytovaní platobných služieb a príbuzných otázkach, najmä v oblasti cezhraničných platieb. Takéto dohody sa nazývajú korešpondenčné bankovníctvo. V roku 2004 Eurosystem uskutočnil svoj v poradí už štvrtý prieskum zameraný na korešpondenčné bankovníctvo, ktorý potvrdil, že korešpondenčné bankovníctvo v eurách je v EÚ koncentrované na nevelký počet subjektov. V súčasnosti to nepredstavuje žiadne bezprostredné systémové riziko. Keďže však Eurosystem má záujem na stabilite finančného systému ako celku, bude vývoj v tejto oblasti naďalej sledovať.

4.2. RETAILOVÉ PLATOBNÉ SLUŽBY

DOZOR NAD RETAILOVÝMI PLATOBNÝMI SLUŽBAMI

Na základe štandardov pre dohľad nad retailovými platobnými systémami (Oversight standards for euro retail payment systems), ktoré prijala Rada guvernérov v roku 2003, prebehla v roku 2004 klasifikácia, v rámci ktorej sa zistilo, že 15 retailových platobných systémov spadá pod dohľad Eurosystemu. Šesť

⁸ Každý obohod pozostáva z dvoch transakcií, jednej v každej zo zúčastnených mien. Teda v decembri 2004 operácie vysporiadané v systéme CLS s priemernou dennou hodnotou zodpovedajúcou 1920 mld. USD.

z nich bolo klasifikovaných ako systémovo dôležité, a preto musia spĺňať všetkých desať základných princípov (Core Principles). Sedem z nich je považovaných za významné systémy (of prominent importance), a preto musia spĺňať štandardy Euro systému pre retailové platobné služby (Eurosystem Retail Standards), ktoré sú súčasťou uvádzaných základných princípov. Dva systémy z nich neboli zaradené do žiadnej kategórie a budú podliehať štandardom, ktoré pre ne zadefinuje príslušný orgán dohľadu. Systémovo dôležité a významné systémy hodnotia príslušné NCB podľa štandardov dohľadu, a ECB hodnotí systém STEP 2, ktorý prevádzkuje EBA. Výkon celkového hodnotenia a jeho cezhraničná konzistentnosť sa koordinuje na úrovni Euro systému.

SYSTÉMY ELEKTRONICKÝCH PEŇAZÍ

Po zadefinovaní cieľov v oblasti zabezpečenia systémov elektronických peňazí v roku 2003 a na základe dobrovoľných hodnotení uskutočnených niektorými systémami elektronických peňazí začal Euro systém v roku 2004 doladovať metodické požiadavky a otázky príslušnosti pre pripravované hodnotenie príslušných systémov plánované na rok 2005.

4.3. SYSTÉMY ZÚČTOVANIA A VYROVNANIA CENNÝCH PAPIEROV

V oblasti plynulého fungovania systémov zúčtovania a vyrovnania cenných papierov a dozoru nad nimi má Euro systém dve úlohy. V rámci prvej Rada guvernérov hodnotí, či systémy zúčtovania cenných papierov (securities settlement systems – SSS) v EÚ spĺňajú príslušné používateľské štandardy.⁹ V rámci druhej úlohy Euro systém spolupracuje s ostatnými orgánmi zodpovednými za reguláciu systémov zúčtovania a vyrovnania cenných papierov a za dozor nad nimi na úrovni EÚ. V tejto súvislosti ECB v rámci svojej účasti v Skupine expertov Európskej komisie pre poradenstvo v oblasti zúčtovania a vyrovnania a pre sledovanie tejto oblasti (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) podnietila diskusiu o vytvorení celoeurópskeho regulačného rámca

pre zúčtovanie a vyrovnanie cenných papierov. Najdôležitejšiu úlohu pri príprave celoeurópskych štandardov v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov zohráva spolupráca ESCB s Európskym výborom regulačných orgánov pre cenné papiere (Committee of European Securities Regulators – CESR). Okrem toho ECB prispela aj k práci skupiny medzinárodných expertov „skupina tridsiatich“ (Group of Thirty), kde jej snahou bolo zabezpečiť, aby odporúčania tejto skupiny ohľadom zúčtovania a vyrovnania cenných papierov, uverejnené v roku 2003, boli implementované tak, aby boli konzistentné s iniciatívami EÚ. ECB skoncipovala aj iniciatívu Komisie zameranú na aktualizáciu smernice o konečnosti zúčtovania, ktorá bola po prvý raz prijatá v roku 1998. A nakoniec, ECB sa podieľala aj na odporúčaníach pre centrálnu zmluvnú stranu, ktoré vypracoval výbor Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) a organizácia International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

HODNOTENIE SYSTÉMOV ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV

Všetky úverové operácie Euro systému musia byť kryté primeraným kolaterálom vo forme akceptovateľných aktív. K nim patria aj cenné papiere, ktoré sú Euro systému poskytované prostredníctvom systémov SSS, to znamená poskytovateľmi služieb, ktorí sa zameriavajú na vzájomné prevody vlastníctva alebo vlastníckych práv akceptovateľných cenných papierov medzi zmluvnými stranami. Aby sa zabezpečilo, že tento proces bude prebiehať bez neprímeraných rizík, Euro systém každoročne hodnotí systémy SSS podľa deviatich používateľských štandardov.¹⁰ Toto hodnotenie sa v roku 2004 týkalo 18 systémov SSS. Záverom hodnotenia bolo, že SSS tieto používateľské štandardy vo veľkej miere

9 Pri absencii harmonizovaných dozorných štandardov EÚ sa používateľské štandardy považovali za de facto spoločné štandardy pre SSS EÚ a z tohto dôvodu boli zaradené do tejto kapitoly. Napriek tomu však tieto používateľské štandardy nie sú určené na to, aby boli komplexným súborom štandardov pre dohľad alebo dozor nad SSS.

10 Tieto štandardy boli uverejnené v dokumente „Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations“, 1998.

splňovali a že sa snažili o zavedenie ďalších zlepšení. Niektoré systémy svoju prevádzkovú spoľahlivosť zvýšili; boli prijaté opatrenia na zlepšenie finančného zdravia prevádzkovateľov týchto systémov. Eurosystem sleduje a víta všetky snahy o zlepšenie efektívnosti a prevádzkovej bezpečnosti systémov SSS zapojených do jeho úverových operácií.

SPOLUPRÁCA S VÝBOROM EURÓPSKÝCH REGULAČNÝCH ORGÁNOV PRE CENNÉ PAPIERE (CESR)

V roku 2001 schválila Rada guvernérov rámec spolupráce medzi ESCB a CESR pre oblasť systémov zúčtovania a vyrovnania cenných papierov. Bola vytvorená pracovná skupina zložená zo zástupcov každej centrálnej banky ESCB a každého regulačného orgánu pre oblasť cenných papierov patriaceho do CESR. Táto pracovná skupina zostavila správu o štandardoch pre zúčtovanie a vyrovnanie cenných papierov v EÚ (Standards for securities clearing and settlement in the European Union)¹¹, ktorú v októbri 2004 schválila Rada guvernérov aj CESR. Správa ESCB-CESR vychádza z odporúčaní pre SSS, ktoré vypracovali CPSS a IOSCO (známe ako „odporúčania CPSS-IOSCO“), a obsahuje 19 štandardov majúcich za cieľ zvýšiť prevádzkovú bezpečnosť, spoľahlivosť a efektívnosť zúčtovania a vyrovnania v EÚ (box 14). V porovnaní s odporúčaniami CPSS-IOSCO sa štandardy ESCB-CESR snažia o prehĺbenie a spevnenie požiadaviek v niektorých oblastiach, v dôsledku osobitostí Európskych trhov. Celkovým cieľom štandardov ESCB-CESR je podporiť integráciu kapitálových trhov EÚ; z tohto dôvodu sa kladie veľký dôraz na spoločné riešenia a funkčnú spoluprácu. Zohľadnila sa aj práca Komisie vykonaná v tejto oblasti.

Pracovná skupina pracovala otvorene a transparentne. Zainteresované strany z oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov boli pri viacerých príležitostiach vyzvané, aby k vykonávanej práci vyslovili svoje pripomienky. Tieto pripomienky boli starostlivo zvážené a uvedená pracovná skupina sa v maximálnej miere snažila zapracovať vyjadrené názory do týchto štandardov. Štandardy sa budú



môcť aplikovať až potom, keď sa k tejto správe vypracuje metodika na hodnotenie systémov. Od októbra 2004 činnosť skupiny pokračuje v nasledujúcich štyroch oblastiach: (i) príprava hodnotiacej metodiky štandardov pre systémy SSS, (ii) príprava štandardov a metodiky hodnotenia centrálnych zmluvných strán, (iii) analýza otázok týkajúcich sa významných správcov a (iv) analýza vybraných téz v oblasti spolupráce medzi regulačnými orgánmi a orgánmi vykonávajúcimi dozor a dohľad.

11 Uverejnené na internetovej stránke ECB.

ŠTANDARDY PRE ZÚČTOVANIE A VYROVNANIE CENNÝCH PAPIEROV V EURÓPSKEJ ÚNII*Štandard 1: Právny rámec*

Systémy zúčtovania a vyrovnania cenných papierov by mali mať kvalitnú, jasnú a transparentnú oporu v relevantných jurisdikciách.

Štandard 2: Potvrdenie obchodov a spárovanie (zoradenie zodpovedajúcich príkazov proti sebe) zúčtovania

K potvrdeniu obchodov medzi priamymi účastníkmi trhu by malo dôjsť čo najskôr po uskutočnení obchodu, určite však ešte v danom obchodnom dni (T+0). V prípade, že nepriami účastníci (napríklad inštitucionálni investori) vyžadujú potvrdenie obchodu, malo by k tomu dôjsť čo najskôr po uskutočnení obchodu, podľa možnosti v deň T+0, ale najneskôr T+1.

Príkazy na zúčtovanie by sa mali spárovať čo najskôr, a v prípade zúčtovacích cyklov, ktoré prekračujú T+0, malo by k spárovaniu dôjsť najneskôr v deň pred určeným dňom zúčtovania.

Štandard 3: Zúčtovacie cykly a prevádzkové doby

Na všetkých trhoch s cennými papiermi by sa mal zaviesť postup rolovacieho zúčtovania (rolling settlement). Konečné zúčtovanie by sa nemalo uskutočniť neskôr než T+3. Mali by sa vyhodnotiť klady a zápory zúčtovacích cyklov naprieč celou EÚ kratšie než T+3.

Jednotliví CSD, a ak to prichádza do úvahy aj CCP, by mali zladiť svoje prevádzkové hodiny a dni a prístup k nim pre transakcie v eurách by mal byť možný aspoň počas prevádzkovej doby systému TARGET.

Štandard 4: Centrálné zmluvné strany (CCP)

Mali by sa vyhodnotiť klady a zápory vytvorenia jednej CCP. Tam, kde je takýto mechanizmus zavedený, by CCP mala dôsledne kontrolovať riziko, do ktorého vstupuje.

Štandard 5: Požičiavanie cenných papierov

Malo by sa podnecovať vypožičiavanie a zapožičiavanie cenných papierov (alebo dohody o spätnom odkúpení a iné ekonomicky rovnocenné transakcie) ako metóda, ktorou by sa zabraňovalo prípadom nezúčtovania a podporovalo urýchlené zúčtovanie. Mali by sa odstrániť bariéry brániace zapožičiavaniu cenných papierov za týmto účelom. Programy v oblasti požičiavania cenných papierov by mali byť náležité, bezpečné a efektívne.

Štandard 6: Centrálni depozitári cenných papierov (CSD)

Cenné papiere by mali byť v maximálne možnej miere stiahnuté z obehu alebo dematerializované a ich prevody v CSD by sa mali v maximálne možnej miere realizovať v účtovnej forme. V záujme zabezpečenia nenarušených emisií cenných papierov a ochrany investorov by CSD mali zabezpečiť, aby sa emisie, držby a prevody cenných papierov uskutočňovali primeraným a vhodným spôsobom.

Štandard 7: Dodanie proti platbe (DVP)

Riziko nezaplatenia by sa malo vylúčiť tým, že sa prevody cenných papierov spoja s prevodmi finančných prostriedkov spôsobom dodanie proti platbe.

Štandard 8: Konečnosť zúčtovania

Malo by sa zabezpečiť konečné zúčtovanie v danom dni, prostredníctvom spracovania v reálnom čase, a prípadne spracovania viacerých dávok (multiple-batch), aby sa znížilo riziko a umožnilo efektívne zúčtovanie medzi systémami.

Štandard 9: Riadenie úverového rizika a rizika likvidity

Z dôvodov systémovej stability je dôležité, aby CSD pracovali neprerušene. Preto by CSD mali, kde to národná legislatíva pre oblasť úverov umožňuje, obmedziť svoje úverové aktivity výlučne na tie prípady, kde je to potrebné v záujme plynulého zúčtovania cenných papierov a obsluhy aktív. CSD, ktoré poskytujú úver (vrátane vnútrodenného a jednodňového úveru), by si mali – tam kde je to možné – svoje úverové angažovanosti plne zabezpečiť kolaterálom. Nezabezpečené úvery by sa mali obmedziť len na malý počet jasne identifikovaných prípadov a mali by sa riadiť primeranými opatreniami na kontrolu rizika vrátane limitov rizikovej angažovanosti, kvality zmluvnej strany a lehoty splatnosti úveru.

Väčšina správcov podlieha bankovej regulácii EÚ. V prípade tých, ktorí riadia významné programy pre zúčtovanie transakcií s cennými papiermi, a v záujme toho, aby sa zvládli systémové riziká, ktoré sa spájajú s touto činnosťou, by národné regulačné orgány pre cenné papiere, orgány bankového dohľadu a dozorné orgány mali overovať činnosti v oblasti riadenia rizika týchto správcov, aby zhodnotili či sú v súlade s postupmi pre riadenie rizika, ktoré boli vytvorené pre finančný systém. Preskúmať by sa mala najmä možnosť zvýšenia úrovne kolateralizácie úverovej angažovanosti vrátane vnútrodenného úveru.

Prevádzkovatelia systémov čistého zúčtovania (net settlement) by mali zaviesť programy na kontrolu rizika, ktoré by zabezpečovali minimálne včasné zúčtovanie v prípade, keď účastník s najväčším platobným záväzkom neposkytne dostatok prostriedkov na zúčtovanie. Najspoľahlivejším súborom programov na kontrolu rizika je kombinácia kolaterálových požiadaviek a úverových limitov.

Štandard 10: Aktíva hotovostného zúčtovania

Aktíva, ktoré sa používajú na zúčtovanie platobných záväzkov vznikajúcich pri transakciách s cennými papiermi, by mali mať len veľmi malé alebo žiadne úverové riziko alebo riziko likvidity. Ak sa zúčtovanie nerealizuje na účtoch v centrálnej banke, musia sa prijať patričné opatrenia na ochranu účastníkov systému pred možnými stratami a likviditnými tlakmi súvisiacimi s platobnou neschopnosťou agenta zabezpečujúceho hotovostné zúčtovanie, ktorého aktíva sa na tieto účely používajú.

Štandard 11: Prevádzková spoľahlivosť

Zdroje prevádzkového rizika vznikajúce v procese zúčtovania a vyrovnaní by sa mali rozpoznať, sledovať a pravidelne hodnotiť. Toto riziko by malo byť minimalizované vývojom vhodných systémov a účinnými programami a postupmi na kontrolu rizika. Systémy a príbuzné funkcie by mali (i) byť spoľahlivé a bezpečné, (ii) byť založené na spoľahlivých technických riešeniach, (iii) byť vyvinuté a udržiavané na základe overených postupov, (iv) mať primeranú, rozšíriteľnú kapacitu, (v) mať zabezpečenú náležitú kontinuitu zúčtovania a schopnosť obnovy po katastrofickom výpadku, a (vi) podliehať častému a nezávislému auditu postupov, ktorými sa zabezpečuje včasná obnova prevádzky a dokončenie procesu zúčtovania.

Štandard 12: Ochrana cenných papierov klientov

Subjekty, ktoré majú cenné papiere uložené u správcu, mali by používať účtovné a zabezpečovacie postupy, ktoré dokonale chránia cenné papiere klientov. Potrebné je najmä to, aby cenné papiere

klientov boli chránené pred nárokmi veriteľov všetkých subjektov zapojených do správcovského reťazca.

Štandard 13: Zásady konania

Programy upravujúce konanie CSD a CCP by mali byť zostavené tak, aby úplne plnili požiadavky kladené na ne vo verejnom záujme a podporovali ciele majiteľov a účastníkov trhu.

Štandard 14: Prístup

CSD a CCP by mali mať definované objektívne kritériá účasti, ktoré by umožňovali primeraný a otvorený prístup. Pravidlá a požiadavky obmedzujúce tento prístup by mali byť zamerané na riadenie rizika.

Štandard 15: Hospodárnosť

Okrem zabezpečovania bezpečnej a spoľahlivej prevádzky by systémy zúčtovania a vyrovnania cenných papierov mali pracovať hospodárne.

Štandard 16: Komunikačné postupy, štandardy v oblasti prenosu správ a spracovanie „straight-through“ (STP)

Subjekty poskytujúce služby v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov a účastníci ich systémov by mali v záujme uľahčenie efektívneho zúčtovania a vyrovnania medzi systémami dodržiavať príslušné medzinárodné komunikačné postupy a štandardy v oblasti prenosu správ a referenčných údajov. Tým sa podporí spôsob spracovania „straight-through“ (STP) v celej oblasti transakčných tokov cenných papierov.

Poskytovatelia služieb by sa mali snažiť o STP v záujme zabezpečenia včasného a hospodárneho spracovania cenných papierov vrátane potvrdzovania, spárovania, vzájomného zúčtovania, vyrovnania a správy.

Štandard 17: Transparentnosť

CSD a CCP by mali poskytovať účastníkom trhu dostatok informácií na identifikovanie a správne hodnotenie rizík a nákladov spojených so službami v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov.

Významní správcovia by mali poskytovať dostatok informácií, ktorými by sa klientom umožnilo identifikovať a správne hodnotiť riziká spojené so službami v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov.

Štandard 18: Regulácia, dohľad a dozor

Subjekty, ktoré poskytujú služby v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov by mali minimálne podliehať transparentnej, konzistentnej a efektívnej regulácii a dohľadu. Systémy/programy zavedené v oblasti zúčtovania a vyrovnania cenných papierov by mali minimálne podliehať transparentnému, konzistentnému a efektívnemu dohľadu centrálnych bánk. Centrálné banky, regulačné orgány pre cenné papiere a orgány bankového dohľadu by mali navzájom efektívne a transparentne spolupracovať na národnej aj cezhraničnej úrovni (najmä v Európskej únii).

Štandard 19: Riziká prepojení medzi systémami¹

CDS, ktoré vytvárajú prepojenia na vzájomné zúčtovanie medzi systémami, by mali takéto prepojenia navrhnuť a prevádzkovať tak, aby sa nimi účinne znížili riziká spojené s takýmto medzi-systémovým zúčtovaním.

¹ Tento štandard sa nevzťahuje na prepojenia zriadené CCP. Táto otázka bude riešená v budúcej práci ESCB-CESR o CCP.

Autor

Ana Luísa Ribeiro

Názov

Bez názvu, 2002

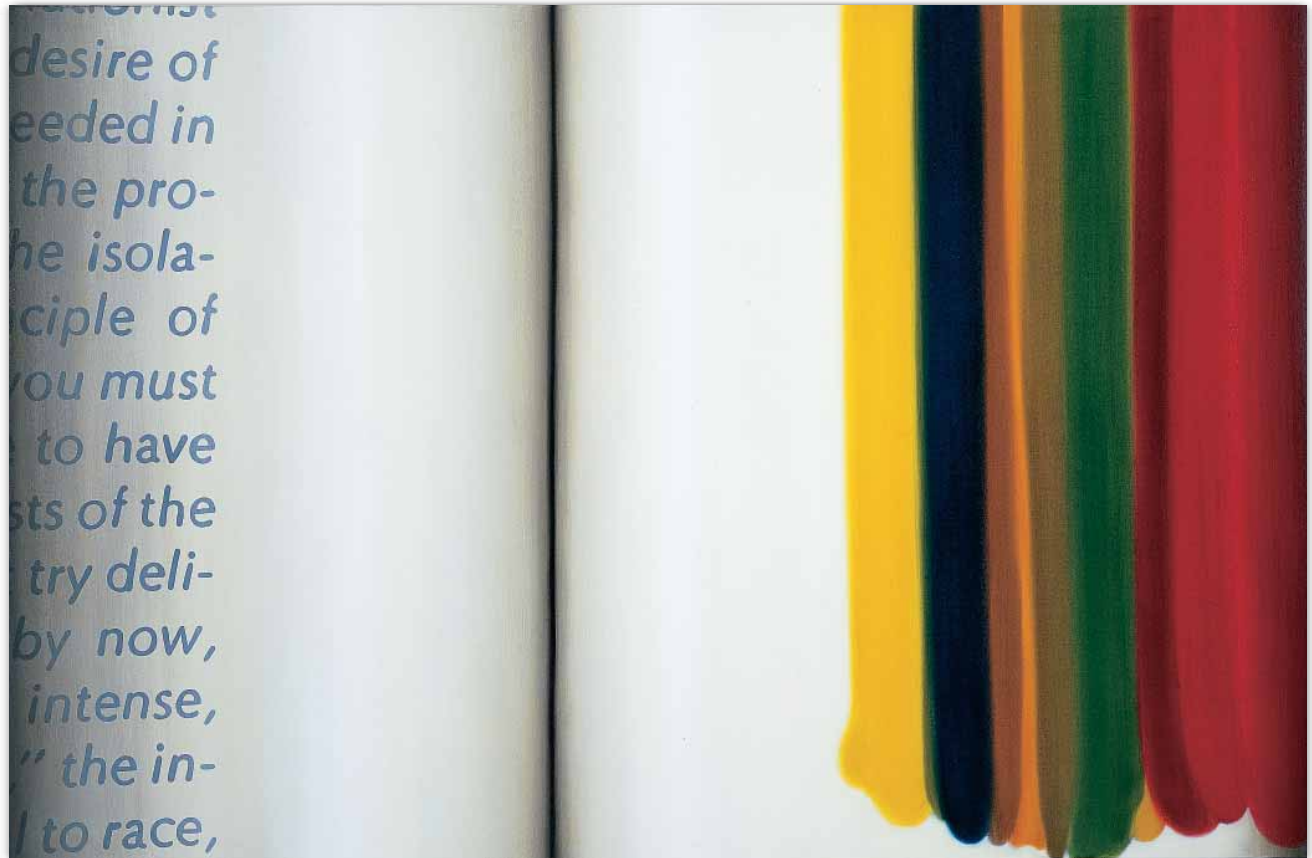
Technika

olej na plátne

Rozmery

150 × 230 cm

© Európska Centrálna Banka



KAPITOLA 4

**EURÓPSKE
A MEDZINÁRODNÉ VZŤAHY**

1. EURÓPSKE OTÁZKY

1.1. STRATEGICKÉ OTÁZKY

PAKT STABILITY A RASTU

V roku 2004 sa dve krajiny eurozóny, Grécko a Holandsko, a šesť z desiatich nových členských štátov EÚ, konkrétne Česká republika, Cyprus, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko nachádzali v situácii nadmerného deficitu (pozri tiež kapitolu 1, časť 2.5). Procedúry nadmerného deficitu zavedené v roku 2003 pre Francúzsko a Nemecko platili naďalej, hoci boli de facto pozastavené rozhodnutím Rady ECOFIN z 25. novembra 2003. Podľa rozhodnutia má Francúzsko a Nemecko znížiť nadmerný deficit do roku 2005 namiesto do roku 2004, ako sa predpokladalo v odporúčaniach Rady ECOFIN vydaných podľa článku 104(7) zmluvy. Procedúra nadmerného deficitu pre Portugalsko bola zrušená.

V júli 2004 Európsky súdny dvor anuloval rozhodnutia Rady ECOFIN z 25. novembra 2003 týkajúce sa Francúzska a Nemecka o pozastavení procedúry nadmerného deficitu a pozmenení predchádzajúceho odporúčania pre tieto dve krajiny. Súdny dvor zdôraznil, že pravidlá a procedúry predpokladané v zmluve a Pakte stability a rastu, ako aj právo Komisie na iniciatívu treba vždy rešpektovať.

ECB vyjadrila spokojnosť s tým, že súdne rozhodnutie potvrdilo nevyhnutnosť dôkladnej aplikácie pravidiel a procedúr predpokladaných v zmluve a pakte. Vyzvala dotknuté inštitúcie, aby podnikli potrebné kroky na zaručenie plnej implementácie týchto pravidiel a procedúr.

V septembri 2004 Komisia vydala správu o posilnení ekonomického riadenia a vyjasnení implementácie Paktu stability a rastu. Táto správa obsahovala množstvo návrhov na reformu paktu. Návrhy týkajúce sa preventívnej úlohy paktu zahŕňali zabezpečenie rýchlejšieho konania na nápravu neprimeraného vývoja pomocou rýchlejšieho a aktívnejšieho využívania včasných varovaní. Tiež sa predefinovali strednodobé ciele pre vyrovnanie rozpočtu, ktoré berú do úvahy okolnosti špecifické pre danú krajinu a kladú väčší dôraz na dlh a udržateľnosť pri sledovaní

rozpočtových pozícií. Návrhy týkajúce sa korekčnej úlohy zahŕňali modifikáciu definície výnimočných okolností, podľa ktorých pomer deficitu nad referenčnou úrovňou 3 % HDP nie je prehnaný, a zmenu spôsobu korekcie nadmerného deficitu a vyjasnenie kritéria dlhu.

V rozprave o reforme Paktu stability a rastu Rada guvernérov vyjadrila názor, že zlepšenie implementácie paktu je možné a bolo by prínosom. Z tohto hľadiska boli návrhy Európskej komisie na zlepšenie implementácie preventívnej funkcie paktu užitočné. Súčasne však Rada varovala pred zmenami paktu, najmä v oblasti procedúry nadmerného deficitu. Podľa Rady je dôveryhodnosť 3 %-nej hranice deficitu kľúčová z hľadiska naplnenia očakávaní v oblasti fiškálnej disciplíny.

V septembri 2004 Grécko zverejnilo údaje o deficite a dlhu od roku 2000 do roku 2003, ktoré boli podstatne vyššie ako predtým zverejnené čísla – pomer deficitu presahoval limit referenčnej hodnoty HDP 3 %. Revidované údaje za obdobie 1997 – 1999 tiež vykazovali deficit vyšší ako 3 % HDP (pozri tiež kapitolu 1, časť 2.5). ECB zastáva názor, že spoľahlivá kompilácia a presné a včasné oznamovanie štatistík verejných financií sú nevyhnutné pre vierohodnosť sledovania rozpočtu a EMU všeobecne. Európske účtovné pravidlá sa musia plne rešpektovať pri zaznamenávaní všetkých typov výdavkov a príjmov a aplikovať spôsobom, ktorý je konzistentný, časovo stabilný a homogénny vo všetkých členských krajinách.

LISABONSKÁ STRATÉGIA

Na stretnutí v Lisabone v marci 2000 Rada Európy vypracovala stratégiu na 10 rokov – Lisabonskú stratégiu, ktorej cieľom je urobiť z Európskej únie do roku 2010 „najdynamickejšiu a najkonkurencieschopnejšiu poznatkovo orientovanú ekonomiku sveta, schopnú trvalo udržateľného ekonomického rastu s väčším počtom lepších pracovných miest a väčšou sociálnou kohéziou“. Do roku 2004 sa v rámci Lisabonskej stratégie dosiahli zmiešané výsledky. V niektorých oblastiach bol zaznamenaný pokrok, napr. na trhoch práce, v mnohých

oblastiach sa však dosiahli priemerné výsledky. Je zrejmé, že tempo reformy sa bude musieť podstatne zvýšiť, ak sa majú ciele Lisabonskej stratégie naplniť do roku 2010.

Z týchto dôvodov sa Rada Európy na svojom zasadnutí na jar 2004 rozhodla uskutočniť strednodobé hodnotenie Lisabonskej stratégie. Ako prvý krok vyzvala Komisiu, aby vytvorila skupinu na vysokej úrovni pod vedením Wima Koka. Skupina mala uskutočniť nezávislé hodnotenie pokroku dosiahnutého v rámci Lisabonskej stratégie, ktoré by slúžilo ako základ pre strednodobé hodnotenie Komisie a Rady EÚ. Hodnotenie má byť ukončené pred jarným zasadnutím Rady Európy v marci 2005.

Skupina na vysokej úrovni prezentovala svoju správu, nazvanú „Čeliť výzve“ (Facing the challenge) v novembri 2004. Správa zdôraznila, že tvárou v tvár dvom výzvam – globálnej konkurencii a starnutiu populácie, EÚ nebude môcť zachovať status quo, najmä ak si má uchrániť svoj sociálny model. Správa na záver uvádza, že ambiciózne ciele Lisabonskej stratégie, ako aj rok 2010 ako limit na ich dosiahnutie by sa mali dodržať. Vyzýva na lepšiu prioritizáciu cieľov a urýchlené konanie v piatich kľúčových oblastiach politiky, ktorými sú: poznatkovo orientovaná spoločnosť, vnútorný trh, podnikateľská klíma, trh práce a environmentálna udržateľnosť.

ECB opakovane podporila ambície Lisabonskej stratégie a vyjadrila svoju podporu úsiliu vlád a sociálnych partnerov. Tiež vyzvala na rýchlejšie zavedenie požadovaných opatrení a efektívnejšie hodnotenie dosiahnutého pokroku. Reforma je nevyhnutná pre zabezpečenie budúceho rastu a pracovných príležitosti, ako aj pre posilnenie schopnosti eurozóny reagovať na ekonomické šoky. Najmä reformy trhov práce, kapitálu, tovarov a služieb môžu podporiť investovanie a znížiť pretrvávanie inflácie zvýšením konkurencieschopnosti. EÚ by mala využiť strednodobé hodnotenie na revitalizáciu Lisabonskej stratégie a zvýšenie tempa štrukturálnej reformy.



1.2. INŠTITUCIONÁLNE OTÁZKY

EURÓPSKA ÚSTAVA

Na záverečnom zasadnutí Medzivládnej konferencie (IGC) 17. a 18. júna 2004 sa hlavy vlád alebo štátov dohodli na Zmluve o Ústave pre Európu (Európska ústava). Európska ústava bola podpísaná 29. októbra 2004 v Ríme. Pokiaľ bude ratifikovaná všetkými 25 členskými štátmi v súlade s ich národnými právnymi predpismi, vstúpi do platnosti 1. novembra 2006. V niektorých členských štátoch si ratifikácia vyžiada referendum.

ECB podrobne sledovala priebeh IGC a formálne aj neformálne prispela do rokovaní o otázkach týkajúcich sa úloh a mandátu ECB, Eurosystemu a ESCB. V rámci konzultácií podľa článku 48 Zmluvy o Európskej únii Rada guvernérov 19. septembra 2003 prijala stanovisko k návrhu Zmluvy o ústave pre Európu.¹ Prezident ECB poslal v novembri 2003 a apríli 2004 prezidentovi Rady Európy listy, v ktorých podrobnejšie informoval o tomto stanovisku.

ECB privítala snahy Európskej konvencie o budúcnosti Európy a následnej IGC zjednodušiť, sprehľadniť a vyjasniť právny

¹ CON/2003/20.

a inštitucionálny rámec EÚ. Dala tiež najavo, že súčasné opatrenia týkajúce sa riadenia EMU sú náležité tak z hľadiska cieľov, ako aj rozdelenia zodpovedností.

Podľa ECB je najmä mimoriadne dôležité, aby cenová stabilita zostala nielen primárnym cieľom ECB a ESCB, ale aj proklamovaným cieľom EÚ. Európska ústava tento názor plne potvrdzuje.

ECB považuje za nevyhnutné pre úspešné plnenie svojich úloh zachovanie špeciálnych inštitucionálnych znakov ECB a ESCB, ktoré ju odlišujú od ostatných európskych inštitúcií. Európska ústava zachováva tieto špeciálne inštitucionálne znaky tým, že potvrdzuje nezávislosť ECB, ESCB a národných centrálnych bánk a právnu subjektivitu a regulatívne právomoci ECB. Špeciálny charakter ECB ďalej zdôrazňuje tým, že ju klasifikuje ako jednu z „ďalších inštitúcií a poradných orgánov Únie“. ECB je tak uvádzaná oddelene od „inštitúcií Únie“, konkrétne Európskeho parlamentu, Rady Európy, Rady ministrov, Európskej komisie a Súdneho dvora Európskej Únie, ktoré sú kategorizované ako „inštitucionálny rámec“ EÚ.

Na žiadosť ECB bol v Európskej ústave zavedený termín Eurosystém. Tento termín, ktorý označuje ECB a národné centrálné banky eurozóny a ktorý prijala Rada guvernérov v roku 1999, pomáha rozlišovať medzi ESCB, ktorý zahŕňa všetky centrálné banky EÚ, a centrálnym bankovým systémom eurozóny. Termín „Eurosystém“ tiež vhodne odzrkadľuje fakt, že ECB a národné banky eurozóny sú integrálnymi časťami jedného systému (pozri tiež kapitolu 8).

ECB v súlade s predchádzajúcim zastáva názor, že Európska ústava potvrdzuje existujúci monetárny rámec EÚ. Privítala by úspešné zavŕšenie procesu ratifikácie.

(Holandsko) sa ministri hospodárstva a financií eurozóny dohodli na nových pracovných metódach Euroskupiny. Cieľom týchto nových metód je zlepšenie výkonnosti a efektívnosti Euroskupiny.

Nové metódy zahŕňajú viac na budúcnosť orientovaných strategických diskusií, týkajúcich sa najmä štrukturálnej reformy, a vytvorenie stabilného predsedníctva Euroskupiny na obdobie dvoch rokov, namiesto predsedníctva rotujúceho každých 6 mesiacoch. Prezident Euroskupiny sa volí jednoduchou väčšinou členov Euroskupiny. V Scheveningene bol za prvého prezidenta Euroskupiny na dvojročné obdobie od roku 2005 do roku 2006 zvolený premiér a minister financií Luxemburska Jean-Claude Juncker.

ECB, ktorá je pravidelne prizývaná na zasadania Euroskupiny, sa podieľala na prehodnotení jej pracovných metód. ECB dospela k názoru, že nové pracovné metódy vrátane vytvorenia stabilného predsedníctva Euroskupiny prispejú k lepšej výkonnosti a efektívnosti fungovania Euroskupiny. Tieto nové metódy neznamenaajú žiadne zmeny v rozdelení úloh medzi ministrami financií eurozóny a ECB v rámci EMU. Zdôrazňujú však spoločnú zodpovednosť vlád za zdravú fiškálnu a štrukturálnu politiku, ktorá je nevyhnutná pre trvalý úspech spoločnej meny.

NOVÉ PRACOVNÉ METÓDY EUROSKUPINY

Počas neformálneho stretnutia Rady ECOFIN 10. a 11. septembra 2004 v Scheveningene

2. MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY

2.1. KLÚČOVÝ VÝVOJ V MEDZINÁRODNOM MENOVOM A FINANČNOM SYSTÉME

SLEDOVANIE MAKROEKONOMICKÝCH POLITÍK V GLOBÁLNEJ EKONOMIKE

Makroekonomické politiky v globálnej ekonomike, najmä politiky uskutočňované veľkými priemyselnými krajinami, sú základným prvkom medzinárodného prostredia, ktoré musí ECB brať do úvahy pri uskutočňovaní svojej menovej politiky a plnení iných úloh. Eurosystem sa zúčastňuje na sledovaní týchto makroekonomických politík medzinárodnými finančnými inštitúciami a fórami, ktoré sa uskutočňuje najmä na stretnutiach Výkonnej rady IMF, Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD), ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk krajín G7 a guvernérov centrálnych bánk krajín G10. Cieľom ECB je vymieňať si názory a prehodnocovať politické možnosti prispievajúce k stabilnému makroekonomickému prostrediu, náležitým makroekonomickým politikám a cenovej stabilite v eurozóne.

Prostredie globálnej politiky v roku 2004 charakterizoval silný ekonomický rast a zväčša mierne inflačné tlaky. V objeme produkcie došlo k vítanému odrazu v mnohých vyspelých ekonomikách, ako aj v Latinskej Amerike, ktorý časovo kolidoval s pretrvávajúcou silnou mierou rastu na rozvíjajúcich sa trhoch v Ázii a východnej Európe. Na druhej strane však globálna nerovnováha – vrátane vonkajšej nerovnováhy ekonomiky USA – pretrvávala alebo sa ešte viac prehĺbila.

ECB pri rôznych príležitostiach zdôrazňovala riziká a neistoty súvisiace s pretrvávaním takejto nerovnováhy. Celkovo ECB zdieľa názor medzinárodnej komunity, že existujú kľúčové požiadavky na proces regulovania: venovať sa nedostatku úspor/investícií v krajinách s deficitom, podporovať vyšší udržateľný rast prostredníctvom štrukturálnych reforiem v krajinách s relatívne nízkym potenciálnym rastom a presadzovať flexibilitu výmenných kurzov pre veľké krajiny a regióny, ktorým takáto flexibilita chýba. S ohľadom na vývoj výmenných

kurzov, komuniké G7 z roku 2004 a februára 2005 zdôrazňovali fakt, že výmenné kurzy by mali odzrkadľovať ekonomické fundamenty a že prílišná volatilita a nekontrolované pohyby výmenných kurzov nie sú žiaduce pre ekonomický rast.

Rastúci význam krajín východnej Ázie pre globálnu ekonomiku, zrejme z ich pozoruhodného príspevku k rastu svetovej produkcie a obchodu, bol jednou z dôležitých otázok v roku 2004. ECB dôkladne monitorovala vývoj v týchto krajinách a posilnila priame vzťahy s ázijskými centrálnymi bankami tým, že v spolupráci s Menovým úradom Singapuru zorganizovala seminár na vysokej úrovni, na ktorom sa stretlo 11 guvernérov Výkonného zasadnutia centrálnych bánk krajín východnej Ázie a Pacifiku (EMEAP)² a guvernérov centrálnych bánk Eurosystemu vrátane prezidenta ECB. Toto stretnutie, ktoré sa konalo v Singapure v júli 2004, sa zameralo na rastúci ekonomický význam mnohých východoázijských krajín, úlohu medzinárodných mien a regionálnu integráciu a spoluprácu.

Kapitálové toky do ekonomík s rozvíjajúcimi sa trhmi, ktoré ECB priebežne skúma pre ich význam pre medzinárodnú finančnú stabilitu, boli aj v roku 2004 veľmi silné, podobne ako hospodársky vývoj týchto krajín všeobecne. Kľúčovými faktormi boli priaznivé externé finančné podmienky, vysoké medzinárodné ceny exportných komodít a nárast importného dopytu zo strany vyspelých ekonomík. Výsledkom boli prebytky bežných účtov a všeobecný pokles hladín externého dlhu, hoci v mnohých krajinách zostala vysoká zadlženosť. Priaznivé podmienky financovania spôsobili, že verejní a súkromní dlžníci na rozvíjajúcich sa trhoch silne ťažili z medzinárodných trhov s dlhopismi, čím sa zaistili nízke úrokové sadzby. Spread výnosov z dlhopisov na rozvíjajúcich sa trhoch sa po dočasnom rozšírení v druhom kvartáli 2004 neskôr opäť vrátil na nízku úroveň v súlade s historickými štandardmi.

2 Krajiny EMEAP sú Austrália, Čína, Hongkong, Juhoafrická republika, Indonézia, Japonsko, Malajzia, Nový Zéland, Filipíny, Kórea, Singapur a Thajsko.



A napokon, eurozóna samotná bola predmetom skúmania ako súčasť sledovania medzinárodnej politiky. IMF aj OECD vykonali okrem prehľadov za jednotlivé krajiny eurozóny aj pravidelné prehľady menových, finančných a ekonomických politík eurozóny. Konzultácie IMF podľa článku IV a prieskum, ktorý vykonal Výbor pre ekonomické prehľady OECD (Economic and Development Review Committee), poskytli príležitosť na plodnú výmenu názorov medzi týmito medzinárodnými organizáciami, ECB, predsedníctvom Euroskupiny a Európskou komisiou. IMF aj OECD následne na tieto rozhovory vypracovali správu obsahujúcu hodnotenie politík eurozóny.³ V oboch prehľadoch uskutočnených v roku 2004 sa venovala mimoriadna pozornosť prístupiu desiatich nových členských štátov do EÚ 1. mája 2004.

MEDZINÁRODNÁ FINANČNÁ ARCHITEKTÚRA

S ohľadom na vysoký stupeň integrácie EÚ do globálnej ekonomiky sa ESCB a Eurosystem zaujímajú o plynulé fungovanie globálneho finančného systému. Aktívne prispievajú do prebiehajúcich diskusií o medzinárodnej finančnej architektúre vrátane účasti v relevantných medzinárodných inštitúciách a fórach. V niektorých inštitúciách a fórach sa ECB zúčastňuje priamo, v iných má štatút pozorovateľa. ESCB sa tiež zúčastňuje aktivít na európskej úrovni, najmä v Ekonomickom a finančnom výbore.

V kontexte činnosti ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk G10 ECB privítala zvýšené zaraďovanie ustanovení o spoločnom postupe (CAC) – zmluvných ustanovení slúžiacich predovšetkým na zjednodušenie reštrukturalizácie nezaplatených dlhov – vo vydaných štátnych dlhopisoch. V období kratšom ako dva roky sa používanie CAC stalo trhovým štandardom pre vydávanie štátnych dlhopisov podľa práva New Yorku, i keď bez plného zosúladenia s odporúčaniami G10.

ECB sa tiež zaoberala ďalšími aspektmi zapojenia súkromného sektora do riešenia finančnej krízy a zhodnotila skúsenosti s rôznymi nástrojmi na podporu tohto zapojenia. Monitorovala pokrok vo vývoji „Princípov stabilných kapitálových tokov a reštrukturalizácie dlhov na rozvíjajúcich sa trhoch“, ktoré v novembri 2004 vydala skupina štátnych emitentov a veriteľov zo súkromného sektora z rozvíjajúcich sa trhov. Tieto princípy, predtým známe ako „Kódex správania“, majú za cieľ podporovať odhaľovanie informácií o zadlženosti, pravidelný dialóg medzi dlžníkmi a veriteľmi, rokovania o reštrukturalizácii dlhu v dobrej viere a korektné zaobchádzanie so všetkými dotknutými veriteľmi. Princípy, ktoré uvítali ministri financií a guvernéri centrálnych bánk G20, poukazujú na niektoré zostávajúce medzery v architektúre globálnych financií. Po implementácii by mali významne prispieť k dlhodobým snahám vybudovať systém, ktorý podporuje globálnu spoluprácu, rast a finančnú stabilitu.

Ďalšou oblasťou sledovania ECB bola finančná pozícia IMF. Na stretnutí v októbri 2004 ministri financií a guvernéri centrálnych bánk G10 zaznamenali, že silná finančná pozícia IMF, ktorá je dôležitá pre plnenie jeho povinností, bude čeliť výzvam v kontexte vyvíjajúcej sa svetovej ekonomiky. Vyrovnať sa s týmito výzvami si vyžiada množstvo politických opatrení, ako zvýšené sledovanie a väčší dôraz na udržateľnosť dlhu pri rozhodnutí poskytnúť

³ IMF: „Euro Area Policies: Staff Report“, august 2004; OECD: „Economic Survey – Euro Area 2004“, júl 2004.

úver, prísne dodržiavanie nedávno dohodnutého rámca pre výnimočný prístup a prípadné ďalšie zmeny vo finančnej štruktúre IMF tak, aby bolo možné podporiť včasné splatenie dlhu a menej dohôd o jeho postúpení.

REGIONÁLNA INTEGRÁCIA A SPOLUPRÁCA

Tak ako je EÚ výsledkom dlhotrvajúceho procesu samotnej regionálnej hospodárskej integrácie, ECB sa stala prirodzeným partnerom menových autorít vo viacerých regionálnych zoskupeniach sveta, ktoré vyzvali ECB, aby sa o svoje skúsenosti podelila s tými, ktorí vytvárajú politiku, a príležitostne s akademikmi. V tomto kontexte je záujmom ECB nielen vysvetliť európsku integráciu, najmä v oblasti menovej spolupráce, ale rovnako dôležité je aj pochopenie regionálnej ekonomickej integrácie mimo EÚ.

V septembri 2004 sa v Pekingu konal workshop G20 o regionálnej ekonomickej integrácii v globálnom rámci, ktorý zorganizovala Ľudová banka Číny a ECB. Skúmali sa predpoklady na úpravu regionálnej kooperácie, optimálna postupnosť procesu integrácie, menová a finančná spolupráca a kompatibilitosť regionálnej obchodnej integrácie a pravidiel Svetovej obchodnej organizácie.

V roku 2004 ECB tiež posilnila svoje vzťahy s regionálnymi menovými inštitúciami v Afrike. V tomto ohľade ECB spolu s viacerými NCB eurozóny poskytla technickú pomoc Západoafrickému menovému inštitútu (so sídlom v Akkre, Ghana), orgánu, ktorý uskutočňuje technickú prípravu pre menovú integráciu anglicky hovoriacich krajín v západnej Afrike.

MEDZINÁRODNÁ ÚLOHA EURA

V roku 2004 bolo postavenie eura na medzinárodných kapitálových a devízových trhoch – a tiež ako meny, ktorá sa používa ako kotva, ako rezervná a intervenčná mena – zväčša stabilné. Preukázalo sa zvýšené využívanie eura pri fakturácii a platbách v medzinárodnom obchode vo vybraných krajinách eurozóny. Vo väčšine týchto krajín je použitie eura viac rozšírené v prípade vývozu ako v prípade dovozu, a v rámci vývozu je vyššie pre tovar

ako pre služby. Vo väčšine nových členských štátoch EÚ a v kandidátskych krajinách sa na základe údajov za rok 2003 pozorovalo zvýšenie podielu eura v medzinárodnom obchode. Nárast v používaní eura v mnohých prípadoch prekonal nárast obchodných vzťahov s eurozónou, čo naznačuje, že euro sa v zvýšenej miere využíva v medzinárodnom obchode týchto krajín s obchodnými partnermi mimo eurozóny.⁴

ECB pokračovala v štatistickom sledovaní potrebnom pre analýzu medzinárodného postavenia eura. Na základe predchádzajúceho výskumu sa vytvorili dve nové databázy, ktoré identifikujú hlavné črty trhu s dlhopismi denominovanými v eurách vydávanými nerezidentmi eurozóny.

2.2. SPOLUPRÁCA S KRAJINAMI MIMO EÚ

Eurosystém pokračoval v budovaní kontaktov s centrálnymi bankami mimo EÚ najmä organizovaním seminárov a workshopov, ale tiež poskytovaním technickej pomoci. Cieľom je získanie informácií a výmena názorov na hospodársky a menový vývoj v rozličných regiónoch sveta s potenciálnym dopadom na globálne hospodárske prostredie alebo vývoj v eurozóne.

Projekt technickej pomoci Eurosystému s Centrálnou bankou Ruskej federácie (CBR), financovaný EÚ v rámci programu Technickej pomoci pre Spoločenstvo nezávislých štátov (TACIS), je implementovaný podľa plánu. Tento dvojročný projekt bol spustený v novembri 2003 a jeho cieľom je ďalšie posilnenie funkcie bankového dohľadu CBR ako kľúčového opatrenia na podporu stabilného finančného prostredia v Rusku. Tréningový plán projektu schválený v januári 2004 CBR na jednej strane a deviatimi národnými centrálnymi bankami eurozóny, tromi dohliadacími autoritami a ECB na druhej strane predpokladá uskutočnenie 64 kurzov, ôsmich študijných pobytov a štyroch

4 Pozri „Prehľad medzinárodnej úlohy eura“, ECB, december 2004.

seminárov na vysokej úrovni. Do konca roku 2004 sa uskutočnilo 34 kurzov, 4 študijné pobyty a dva semináre. Tréningového plánu sa zúčastnilo asi 400 zamestnancov CBR. Okrem programu TACIS Eurosystem uskutočnil v máji 2004 prvý bilaterálny seminár na vysokej úrovni s CBR v Helsinkách, koordinovaný fínskou centrálnou bankou (Suomen Pankki) a ECB. Seminár bol zameraný na menovú politiku a politiku výmenných kurzov, voľný pohyb kapitálu, ekonomické väzby medzi EÚ a Ruskom vrátane obchodných politík, ako aj na otázky vývoja bankového systému a stability finančného sektora.

Eurosystem vytvoril rámec pre spoluprácu s centrálnymi bankami stredomorského regiónu. V januári 2004 sa uskutočnil prvý seminár na vysokej úrovni s guvernérmi centrálnych bánk partnerských krajín Barcelonského procesu⁵ v Neapoli, ktorý spoločne organizovali ECB a Banca d'Italia. Po technickom workshope v septembri 2004 sa druhý seminár na vysokej úrovni uskutočnil vo februári 2005 v Cannes, ktorý spoločne zorganizovali ECB a Banque de France. Tento seminár bol zameraný na nedávny finančný a menový vývoj v stredomorskom regióne, ekonomické väzby medzi eurozónou a stredomorskými krajinami (s osobitným dôrazom na remitencie pracovníkov) a nezávislosť centrálnych bánk.

Na západnom Balkáne ECB iniciovala vzťahy s centrálnymi bankami na úrovni vrcholového manažmentu prostredníctvom početných návštev, vrátane návštevy Centrálnej banky Bosny a Hercegoviny a Centrálnej banky Srbska. Návštevy slúžili na vytváranie dialógu medzi ECB a centrálnymi bankami týchto krajín ako potenciálnych kandidátskych krajín EÚ.

Eurosystem si tiež stanovil za cieľ lepšie pochopenie vývoja v sústavne významných ekonomikách Latinskej Ameriky. ECB zorganizovala spolu s Banco Central do Brasil, Banco de Portugal a Banco de España na vysokej úrovni druhý seminár centrálnych bánk Eurosystemu a Latinskej Ameriky, ktorý sa konal v Rio de Janeiro v novembri 2004

a predchádzal mu prípravný technický workshop v Lisabone. Účastníci diskutovali o možných prekážkach menovej politiky vyplývajúcich z fiškálnych politík, citlivosti dlhu a charakteristik finančného systému.

Na Blízkom Východe pokračovala ECB v budovaní vzťahov s Generálnym sekretariátom Rady pre spoluprácu štátov Perzského zálivu (Gulf Cooperation Council – GCC) a menovými agentúrami a centrálnymi bankami členských krajín GCC v súvislosti s plánom zaviesť spoločnú menu v členských štátoch GCC do roku 2010.⁶

5 Alžírsko, Egypt, Izrael, Jordánsko, Libanon, Maroko, Palestínska samospráva, Sýria, Tunisko a Turecko.

6 GCC tvorí 6 členských štátov: Bahrajn, Kuvajt, Omán, Katar, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty.

Autor

Xenia Hausner

Názov

Traumspiel, 2004

Technika

chromolitografia na ručnom papieri (16/25)

Rozmery

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 5

ZODPOVEDNOST

1. ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI A EURÓPSKEMU PARLAMENTU

Pod zodpovednosťou sa rozumie právny a inštitucionálny záväzok nezávislej centrálnej banky jasne a dôkladne vysvetliť občanom a ich voleným zástupcom svoje rozhodnutia a tým im umožniť, aby od centrálnej banky požadovali zodpovednosť za dosiahnutie jej cieľov. Zodpovednosť tak tvorí dôležitý ekvivalent nezávislosti centrálnej banky.

ECB od svojho založenia uznáva dôležitosť záväzkov zodpovednosti a udržuje pravidelný dialóg s občanmi a ich volenými zástupcami. Zmluva ukladá ECB množstvo povinností v oblasti informovania, od uverejňovania výročnej správy, štvrťročnej správy a týždenného konsolidovaného finančného výkazu až po vystúpenia v Európskom parlamente. ECB tieto požiadavky plní, v niektorých prípadoch ich aj prekračuje, napríklad publikuje bulletin s mesačnou periodicitou namiesto štvrťročnej správy, usporadúva tlačové konferencie a od decembra 2004 zverejňuje raz do mesiaca rozhodnutia Rady guvernérov, ktoré boli prijaté okrem rozhodnutí o úrokových sadzbách (kapitola 6, časť 1). Pokiaľ ide o zodpovednosť ECB na inštitucionálnej úrovni, hlavné postavenie podľa zmluvy má Európsky parlament.

Členovia Rady guvernérov počas roku 2004 predniesli v rámci eurozóny početné prejavy, v ktorých verejnosti vysvetľovali politiku ECB. V súlade s ustanoveniami článku 113 zmluvy ECB pravidelne informovala Európsky parlament o rozhodnutiach v oblasti menovej politiky a o iných úlohách. Tak ako v minulých rokoch, štvrťročné vystúpenia prezidenta ECB vo Výbore pre hospodárske a menové veci boli fórom na pravidelnú výmenu názorov. Prezident tiež predložil Výboru a plenárnemu zasadnutiu Európskeho parlamentu Výročnú správu ECB za rok 2003.

Výbor pre hospodárske a menové veci pozval aj ďalšieho člena Výkonnej rady, aby prezentoval názory ECB na hospodárske prostredie a kľúčové problémy v oblasti štrukturálnej reformy. Okrem toho sa ECB zúčastnila na rokovaní

organizovanom Výborom pre jednotnú oblasť platieb v eurách (Single euro payments area).

Nad rámec povinností vyplývajúcich zo zmluvy ECB odpovedá na písomné otázky členov Európskeho parlamentu týkajúce sa jej mandátu. Okrem toho, tak ako v predchádzajúcich rokoch, delegácia členov Výboru pre hospodárske a menové veci navštívila ECB a viedla neformálnu diskusiu s členmi Výkonnej rady.

Článok 112 zmluvy uvádza, že Európsky parlament sa vyjadrí ku kandidátom na členov Výkonnej rady ECB pred ich vymenovaním hlavami štátov alebo vlád tých členských štátov, ktoré prijali euro. Na základe odporúčania Rady EÚ Európsky parlament pozval José Manuela Gonzáleza-Párama, aby vystúpil vo Výbore pre hospodárske a menové veci, prezentoval svoje názory a odpovedal na otázky členov Výboru. Plenárne zasadnutie Európskeho parlamentu následne schválilo jeho menovanie ako nástupcu Eugenia Dominga Solansa vo Výkonnej rade.

2. NÁZORY ECB NA VYBRANÉ TÉMY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM

Počas vystúpení prezidenta v Európskom parlamente bola prednesená široká škála tém. Hlavný dôraz sa kládol na vyhodnotenie hospodárskeho a menového vývoja a na vedenie menovej politiky ECB. Niektorým témam, ktoré nastolil Európsky parlament na základe výmeny názorov s ECB a ktoré vyplývajú z rezolúcie k Výročnej správe ECB za rok 2003 prijatej v októbri 2004, sa venujeme v ďalšom texte.

PRÍSPEVOK JEDNOTNEJ MENOVEJ POLITIKY K VŠEOBECNÝM HOSPODÁRSKYM POLITIKÁM V SPOLOČENSTVE

Príspevok jednotnej menovej politiky k všeobecným hospodárskym politikám v Spoločenstve bol kľúčovou témou, ktorú prezident načrtol vo svojich vystúpeniach pred Európskym parlamentom. Zatiaľ čo niektorí členovia Výboru pre hospodárske a menové veci zastávajú názor, že udržiavanie cenovej stability nestačí na podporu rastu a zamestnanosti a že existuje vzťah medzi infláciou a zamestnanosťou, ďalší členovia výboru považujú opatrenia uvedené v článku 105 zmluvy za dostačujúce a udržiavanie cenovej stability by podľa ich názoru malo zostať primárnym cieľom jednotnej menovej politiky.

Prezident poukázal na to, že spoľahlivé udržiavanie cenovej stability a pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní bude najlepším príspevkom ECB k vytvoreniu hospodárskeho prostredia, ktoré povedie k udržateľnému rastu. Európsky parlament potvrdil tento názor v rezolúcii k Výročnej správe ECB za rok 2003 a odporučil ECB sústrediť sa na udržiavanie cenovej stability.

FINANČNÁ INTEGRÁCIA A REGULÁCIA

V rámci štvrtročných vystúpení prezidenta zaujímal členov Výboru pre hospodárske a menové veci názor ECB na otázky týkajúce sa finančnej integrácie a regulácie. Európsky parlament venoval osobitnú pozornosť aktivitám ESCB a Výboru európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (CESR) v oblasti zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi. Rezolúcia k Výročnej správe ECB za rok 2003

vyjadrila obavy, že štandardy navrhnuté ESCB a CESR by mohli zabrániť nadchádzajúcemu legislatívnemu procesu v tejto oblasti.

Prezident zdôraznil, že navrhnuté štandardy nemajú zabrániť budúcim právnym aktom. Vyhlásil, že ak sa neskôr prijme smernica pre zúčtovanie a vyrovnanie, bude treba posúdiť, či sa štandardy zhodujú s ustanoveniami tejto smernice a podľa toho ich upraviť (pozri tiež kapitolu 3, časť 4).

ZODPOVEDNOSŤ A TRANSPARENTNOSŤ ECB

Európsky parlament v rezolúcii k Výročnej správe ECB za rok 2003 hodnotil dialóg s ECB ako úspešný, pretože pravidelná výmena názorov prispela k spriehľadneniu a sprístupneniu menovej politiky ECB verejnosti. ECB a Európsky parlament však naďalej zastávali rozdielne názory na určité otázky týkajúce sa zodpovednosti a transparentnosti. Európsky parlament v rezolúcii zopakoval svoju výzvu na zverejňovanie záznamov a pomeru hlasovania zo zasadnutí Rady guvernérov.

Čo sa týka zverejňovania záznamov, prezident zdôraznil, že komunikačné kanály, ktoré zvolila ECB, sú z hľadiska včasnosti účinnejšie. Najmä mesačné tlačové konferencie usporadúvané okamžite po zasadnutiach Rady guvernérov poskytujú v reálnom čase vyčerpávajúce zdôvodnenie rozhodnutia Rady guvernérov a tak spĺňajú ten istý účel ako záznamy. Okrem toho sú zdôvodnenia Rady guvernérov prístupné verejnosti oveľa skôr ako v prípade formálne prijímaných záznamov. Tlačové konferencie spolu s dodatočnými komunikačnými nástrojmi, ako je Mesačný bulletin a mesačné zverejňovanie rozhodnutí Rady guvernérov, ktoré boli prijaté okrem rozhodnutí o úrokových sadzbách, robí z ECB jednu z najtransparentnejších centrálnych bánk sveta.

Čo sa týka požiadavky sprístupniť informácie o hlasovaní členov Rady guvernérov, prezident pripomenul, že z hľadiska špecifického prostredia, v ktorom jednotná menová politika pôsobí, zverejnenie hlasovania prináša riziko, že na členov Rady guvernérov môže byť na

národnej úrovni vyvíjaný neprípustný nátlak, aby hlasovali inak, ako je v záujme eurozóny. ECB preto pokračuje v politike neposkytovať žiadne informácie o jednotlivých názoroch a hlasovaní. Tento prístup pomáha upriamiť pozornosť verejnosti skôr na ekonomický základ strategických rozhodnutí ako na hlasovanie jednotlivých členov a je v súlade s princípom koležiality Rady guvernérov a jej pohľadom na eurozónu.

FALŠOVANIE A BEZPEČNOSŤ BANKOVIEK

Členovia Výboru pre hospodárske a menové veci sa zaoberali aj otázkou falšovania eura. Európsky parlament v rezolúcii k Výročnej správe ECB za rok 2003 vyzýva ECB, aby k otázke falšovania pristupovala veľmi zodpovedne a aby tento problém brala do úvahy pri návrhu novej generácie bankoviek.

Prezident vo svojich vystúpeniach vo Výbore pre hospodárske a menové veci zdôraznil, že ECB berie otázku falšovania vážne a neustále hľadá cesty ako falšovaniu zabrániť. V tomto kontexte došlo k uzavretiu kooperačných dohôd o boji proti falšovaniu s rôznymi národnými a medzinárodnými inštitúciami. Skúsenosti s falšovanými bankovkami sa využívajú vo výskume a vývoji nových ochranných prvkov novej generácie bankoviek. Informácie o všetkých falšovaných eurových bankovkách sa uchovávajú v databáze ECB, ktorá je prístupná všetkým centrálnym bankám EÚ a národným úradom zabezpečujúcim dodržiavanie zákonov (pozri tiež kapitolu 2, časť 3).

Autor

Philippe Cognée

Názov

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

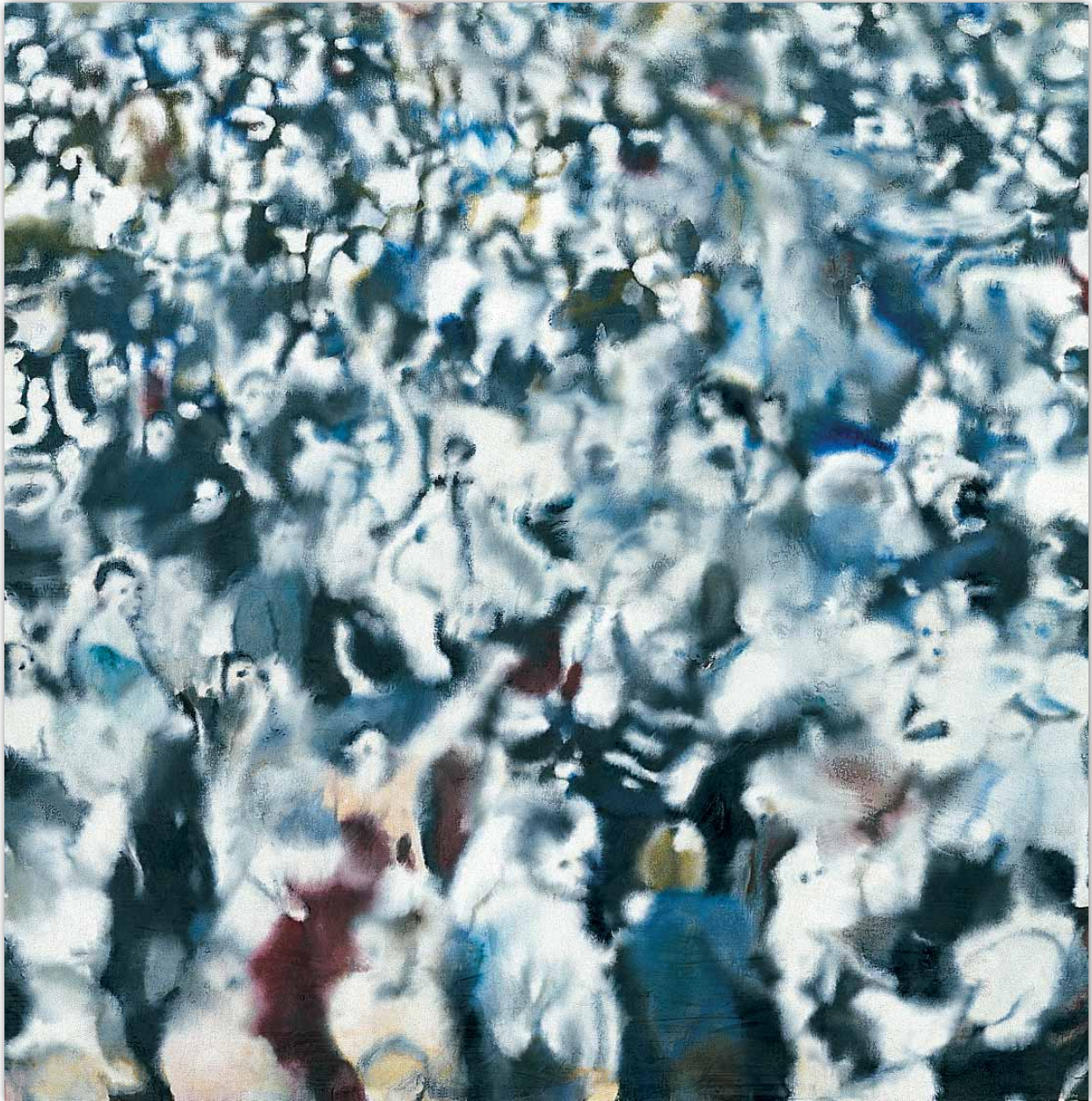
Technika

enkaustika na plátne

Rozmery

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 6

EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA

1. KOMUNIKAČNÁ POLITIKA

Komunikácia je integrálnou súčasťou menovej politiky ECB a ďalších ňou zabezpečovaných úloh. Komunikačné aktivity ECB sa vyznačujú dvoma kľúčovými prvkami – otvorenosťou a transparentnosťou. Oba prvky prispievajú k efektívnosti a dôveryhodnosti menovej politiky ECB. Podporujú tiež úsilie ECB plne sa zodpovedať za svoju činnosť, ako je podrobnejšie uvedené v kapitole 5.

sa uskutočňuje v spolupráci s národnými centrálnymi bankami.

ECB zaviedla vysoký štandard v oblasti komunikácie. Rozhodnutia o menovej politike sú prezentované na tlačovej konferencii okamžite po ich prijatí Radou guvernérov, kde po podrobnom úvodnom vyhlásení odpovedá na otázky novinárov prezident a viceprezident. Koncept okamžitého, pravidelného a podrobného vysvetľovania menovej politiky ECB z hľadiska hodnotenia jej vývoja a objasňovania príslušných rozhodnutí, zavedený v roku 1999, predstavuje výnimočne otvorený a transparentný prístup ku komunikácii centrálnej banky.

Zlepšila sa aj komunikácia o ďalších rozhodnutiach. Na internetových stránkach centrálnych bánk Eurosystému sa od decembra 2004 každý mesiac zverejňujú rozhodnutia prijaté Radou guvernérov nad rámec rozhodnutí o úrokových sadzbách.

ECB ako súčasť inštitucionálneho rámca EÚ je povinná zverejniť svoje právne normy a legislatívou určené publikácie vo všetkých oficiálnych jazykoch Spoločenstva, ktorých počet sa s rozšírením Európskej únie 1. mája 2004 zvýšil z jedenásť na dvadsať. Medzi publikácie určené štatútom patrí výročná správa, štvrťročná verzia Mesačného bulletinu, týždenný konsolidovaný finančný výkaz Eurosystému a konvergenčná správa. ECB s cieľom splniť požiadavku zodpovednosti a transparentnosti voči európskej verejnosti a jej voleným predstaviteľom vydáva aj iné dokumenty v oficiálnych jazykoch, najmä tlačové správy týkajúce sa rozhodnutí o menovej politike, makroekonomické projekcie Eurosystému a stanoviská závažné pre širokú verejnosť. Príprava, vydávanie a distribúcia kľúčových publikácií ECB v národných jazykoch



2. KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY

Základom komunikácie ECB je niekoľko publikácií a nástrojov, ktoré sa neustále vylepšujú, aby efektívnejšie informovali širokú verejnosť a zainteresovaných zúčastnených.

Výročná správa podáva vyčerpávajúci prehľad aktivít ECB za predchádzajúci rok a pomáha tak ECB zodpovedať sa pred verejnosťou za svoju činnosť. Mesačný bulletin prináša aktuálne hodnotenie ekonomického a menového vývoja a detailné informácie, ktoré sú základom rozhodnutí ECB. Obsahuje tiež články z celej oblasti centrálného bankovníctva. ECB prispieva k rozširovaniu výsledkov výskumu tým, že publikuje výskumné práce a príležitostné štúdie a organizuje študijné konferencie, semináre a workshopy.

V roku 2004 ECB spolu s BIS a centrálnymi bankami G10 začala vydávať novú publikáciu s názvom *International Journal of Central Banking*. Časopis prináša relevantné články o teórii a praxi centrálného bankovníctva s dôrazom na výskum týkajúci sa menovej politiky a finančnej stability. Prvé číslo štvrtročníka vyjde v roku 2005.

Všetci členovia Rady guvernérov sa priamo podieľajú na šírení vedomostí o úlohách a politike ECB a ich chápania verejnosťou tým, že vystupujú v Európskom parlamente a v národných parlamentoch, v médiách a na verejnosti. V roku 2004 šesť členov Výkonnej rady

prednieslo okolo 220 prejavov a poskytlo viacero interview a prispievalo článkami do odborných časopisov a novín. Návštevy prezidenta a členov Výkonnej rady v členských štátoch EÚ a ďalších ostatných štátoch v roku 2004 pomohli priamo sprostredkovať posolstvá ECB občanom Európy aj mimo nej. Komunikačné úsilie ECB sa intenzívnejšie zameriavalo na verejnosť v nových členských štátoch EÚ, a to pred aj po ich vstupe do EÚ v roku 2004.

NCB eurozóny tiež hrajú významnú úlohu pri zabezpečení šírenia informácií o eure a aktivitách Eurosystemu pre širokú verejnosť a zainteresovaných zúčastnených na národnej úrovni. Oslovujú verejnosť na regionálnej a celoštátnej úrovni v jej vlastnom jazyku a prostredí.

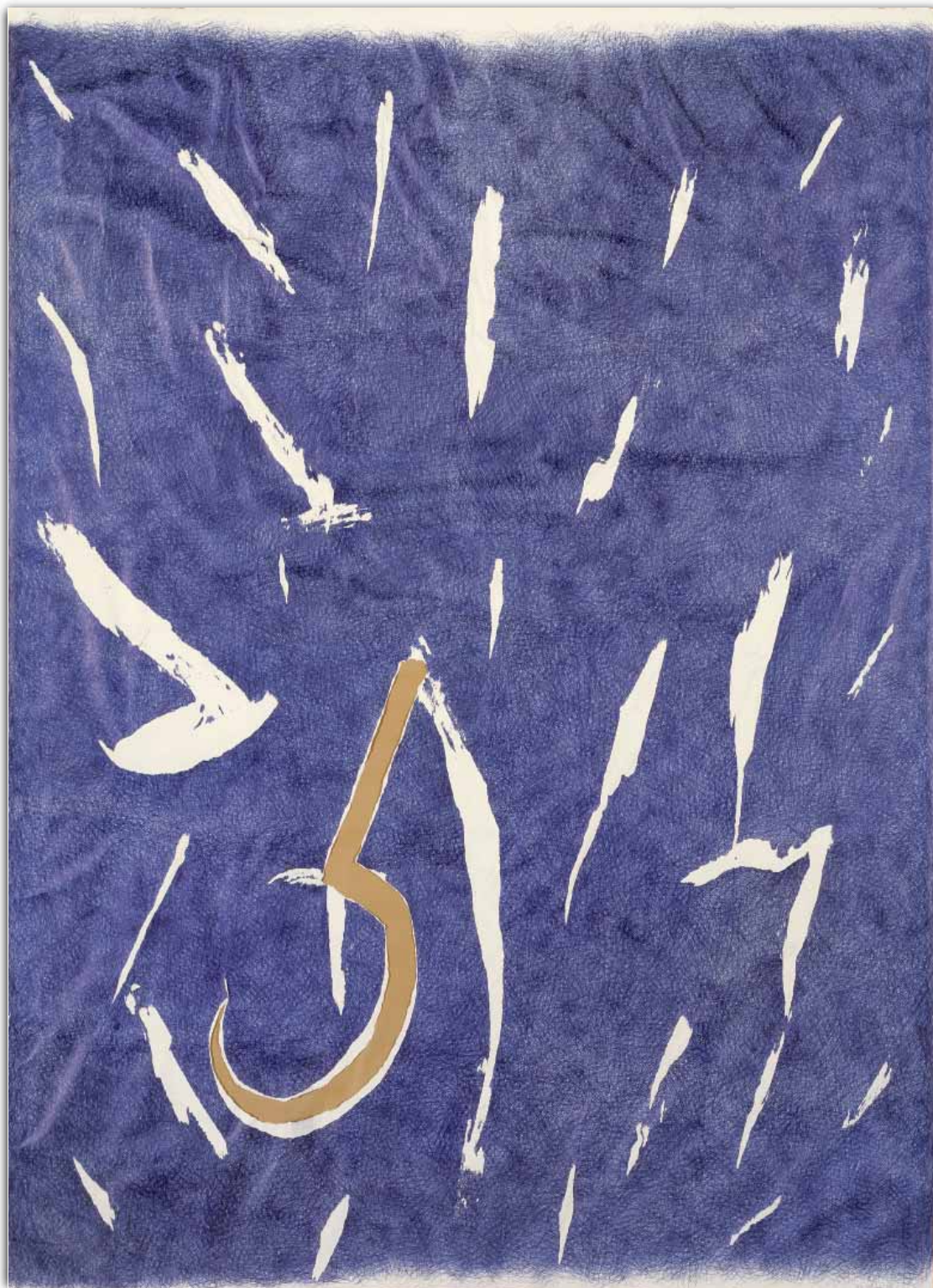
Ďalší dôležitý kanál na poskytovanie informácií finančným trhom je automatizovaný informačný systém ECB. Systém poskytuje informácie v reálnom čase niekoľkým tlačovým agentúram, ktoré na svojich počítačových stránkach vystavujú kľúčové úrokové sadzby ECB, informácie o operáciách na trhu a likvidite v eurozóne. Tieto stránky poskytuje ECB a pravidelne ich aktualizuje. Počet tlačových agentúr, ktorým ECB zaručuje prístup do systému, vzrástol v roku 2004 z troch na päť.

Všetky dokumenty vydávané ECB a informácie o jej aktivitách sú sprístupnené na internetovej

stránke ECB (www.ecb.int). V roku 2004 ECB spustila novú verziu svojej internetovej stránky. Nová stránka má modernejšiu úpravu a jej obsah novú štruktúru, čo umožňuje užívateľom pohodlnejší prístup k informáciám. Internetová stránka slúži aj ako kontaktné miesto pre otázky verejnosti a ako platforma pre verejné konzultácie ECB. V roku 2004 bolo prijatých a vybavených cez rôzne komunikačné kanály okolo 47 000 otázok.

ECB tiež uplatňuje otvorenosť v doslovnom význame a otvára svoje pracoviská vo Frankfurte skupinám návštevníkov. V roku 2004 pracovníci ECB poskytli informácie z prvej ruky vo forme prednášok a prezentácií asi 8 000 návštevníkom. Väčšinu z nich tvorili vysokoškolskí študenti a odborníci z finančného sektora.

Autor
Jan Fabre
Názov
Bez názvu, 1987
Technika
atrament na papieri
Rozmery
200 × 158 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



KAPITOLA 7

ROZŠÍRENIE EURÓPSKEJ ÚNIE

1. ÚSPEŠNÝ VSTUP DESIATICH NOVÝCH KRAJÍN

Dňa 1. mája 2004 desať krajín strednej a východnej Európy a Stredomoria – Česká republika, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Poľsko, Slovinsko a Slovensko – vstúpilo do EÚ. Národné centrálné banky nových členských štátov boli integrované do ECB a ich guvernéri sa stali plnoprávnymi členmi Generálnej rady. Experti z týchto NCB majú štatút plnoprávneho člena na stretnutiach výborov ESCB vždy, keď sa zaoberajú záležitosťami, ktoré spadajú do kompetencie Generálnej rady.

Integrácia desiatich nových členov do ESCB mala hladký priebeh. Na základe prístupového plánu ECB z roku 2003 sa uskutočnili prípravy najmä v oblasti činností centrálnych bánk, platobných a zúčtovacích systémov, štatistiky, bankovník, infraštruktúry a aplikácií IT. Rozšírila sa relevantná infraštruktúra IT ESCB, ktorá teraz spája 25 NCB a ECB a zaručuje zvýšenú spoľahlivosť a rozšírenie bezpečnosti služieb. Rozšíril sa kľúč na upísanie kapitálu ECB a NCB nových členských štátov zaplatili podiel zo svojho upísaného kapitálu ako príspevok k prevádzkovým nákladom ECB.

Piaty seminár na najvyššej úrovni o prístupovom procese, ktorý sa konal v Paríži v marci 2004, znamenal finálnu fázu príprav na vstup. Na seminári, ktorý zorganizovala ECB spolu s Banque de France, sa zúčastnili guvernéri a najvyšší predstavitelia centrálnych bánk ESCB, desiatich prístupujúcich krajín a dvoch kandidátskych krajín – Bulharska a Rumunska – ktoré sú pred ukončením rokovaní o vstupe do EÚ. Seminár bol zameraný na menovú politiku, politiku výmenných kurzov, na praktické fungovanie ERM II, rozpočtovú disciplínu v kontexte Paktu stability a rastu a na otázky týkajúce sa finančných štandardov, účtovných smerníc a kontrolných mechanizmov.

Vyhodnotili sa praktické skúsenosti získané počas procesu rozšírenia, na ktoré sa bude prihliadať pri príprave budúceho rozšírenia EÚ a eurozóny.

Európska komisia a ECB vydali 20. októbra 2004 konvergenčné správy o pokroku, ktorý členské

štáty s nižším statusom vrátane nových členských štátov dosiahli pri plnení záväzkov týkajúcich sa ich začlenenia do EMU. V Konvergenčnej správe ECB sa konštatuje, že žiadna z hodnotených krajín nespĺnila podmienky na zavedenie eura vrátane legislatívnych požiadaviek na zabezpečenie skutočnej nezávislosti NCB.

Čo sa týka počtu vstupujúcich krajín, išlo o najvýznamnejšie rozšírenie v histórii európskej integrácie. Hospodársky význam nových členských krajín je v porovnaní s predchádzajúcimi rozšíreniami relatívne malý. Celkovo teda vstup nových členských štátov podstatne nezmenil základné charakteristiky ekonomiky EÚ. Zväčšila sa ekonomická diverzita v rámci EÚ, pretože inštitucionálne a štrukturálne charakteristiky nových členských štátov sa v mnohom líšia od ostatných členských štátov. Väčšina nových členských štátov prechádza procesom transformácie centrálne plánovanej ekonomiky na trhovú ekonomiku, s čím súvisia aj podstatné inštitucionálne a štrukturálne zmeny v ich ekonomikách. V dlhšom časovom horizonte rozšírenie pravdepodobne pozitívne prispeje k hospodárskemu rastu v EÚ, istý pozitívny dopad bol zaznamenaný aj počas desaťročia príprav na rozšírenie. V tejto časti prezentujeme niekoľko kľúčových makroekonomických charakteristík EÚ pred a po vstupe nových členských štátov, ako aj zodpovedajúce údaje za Spojené štáty a Japonsko.

POPULÁCIA A HOSPODÁRSKA AKTIVITA

Ako vyplýva z tabuľky 16, rozšírenie v roku 2004 znamenalo zvýšenie populácie EÚ o takmer 20 %, čím sa celková populácia zvýšila na 457,7 milióna. Z tohto pohľadu je EÚ najväčšou entitou v industrializovanom svete.

Hospodárska aktivita meraná HDP v krajinách, ktoré tvoria EÚ 25, bola 9,752 mld. EUR v roku 2003, k čomu nové členské štáty podľa súčasných výmenných kurzov prispeli 4,5 %. Z historického hľadiska bol ekonomický rozmer tohto rozšírenia relatívne limitovaný. Napríklad vstup Španielska a Portugalska do Európskeho spoločenstva v roku 1986 (ktoré sa v tom čase skladalo z desiatich krajín) zvýšil celkový HDP

Spoločenstva o niečo viac ako 8 % a rozšírenie o Rakúsko, Fínsko a Švédsko v roku 1995 zvýšilo ekonomickú produkciu o viac ako 7 %. Na základe údajov HDP a devízových kurzov za rok 2003 znamenal vstup nových členských štátov nárast podielu EÚ na celkovom HDP z 30,4 % na 31,8 %. Treba si však uvedomiť, že tieto medzinárodné porovnania sú značne ovplyvnené vývojom výmenných kurzov. Jednou z ciest, ako prekonať variabilitu a potenciálne skreslenie spojené s trhovými cenami je použitie porovnania na základe parít kúpnej sily (PPP), i keď tiež majú svoje úskalía. Z hľadiska PPP a na základe údajov za rok 2003 nedávne rozšírenie zvýšilo HDP EÚ o 9,5 %, čím sa stal vyšším ako HDP USA.

Keďže v nových členských štátoch je relatívne veľká populácia, v porovnaní s ich súčasnou

úroveňou ekonomickej aktivity ich vstup znamená pokles priemernej úrovne HDP na obyvateľa v EÚ. Očakáva sa však, že táto situácia sa bude postupne meniť v súlade s tým, ako bude napredovať proces vyrovnávania. V porovnaní so Spojenými štátmi a Japonskom je HDP na obyvateľa v EÚ relatívne nízke, hoci rozdiel voči Japonsku je z pohľadu PPP oveľa viac limitovaný (na základe údajov za rok 2003).

Vstup nových členských štátov bude mať tiež dlhodobý účinok na ekonomickú aktivitu, pretože ovplyvní stimuly a prekážky v toku tovarov, služieb, kapitálu a osôb („štyri slobody“) medzi novými členskými štátmi a ostatnými krajinami EÚ, hoci migračné toky budú na niekoľko rokov obmedzené. Napríklad rozšírenie jednotného trhu tým, že sa zväčší priestor pre tieto štyri slobody na 25 krajín,

Tabuľka 16 Hlavné charakteristiky hospodárstva EÚ vrátane a bez nových členských štátov

	Sledované obdobie	Jednotka	EÚ-15	EÚ-25	Spojené štáty	Japonsko
Obyvateľstvo	2004	mil.	384,5	457,7	293,9	127,5
HDP (podiel na svetovom HDP) ¹⁾	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
HDP	2003	mld. EUR	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	mld. PPP	9 310	10 193	9 957	3 254
HDP na obyvateľa	2003	tis. EUR	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	tis. PPP	24,3	22,3	34,2	25,5
Vývoz tovarov a služieb	2003	% z HDP	14,0	12,4	9,3	12,2
Dovoz tovarov a služieb	2003	% z HDP	13,3	12,1	13,8	10,6
Výrobné sektory ²⁾						
Poľnohospodárstvo, rybníctvo, lesníctvo	2003	% z HDP	2,0	2,1	0,8	1,2
Priemysel (vrátane stavebníctva)	2003	% z HDP	26,6	26,8	19,7	29,2
Služby	2003	% z HDP	71,4	71,1	79,5	69,6
Miera nezamestnanosti	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Miera participácie ekonomicky aktívneho obyvateľstva ³⁾	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Miera zamestnanosti ⁴⁾	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Verejná správa ⁵⁾						
Prebytok (+) alebo deficit (-)	2003	% z HDP	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Výdavky	2003	% z HDP	48,5	48,5	34,4	39,1
Príjmy	2003	% z HDP	45,8	45,6	29,8	31,6
Hrubý dlh	2003	% z HDP	64,2	63,2	63,1	156,9
Bankové vklady ⁶⁾	2003	% z HDP	83,9	82,4	47,8	120,2
Úvery súkromnému sektoru ⁷⁾	2003	% z HDP	99,2	96,3	51,4	118,8
Trhová kapitalizácia akcií	2003	% z HDP	66,3	65,2	126,7	61,6

Zdroj: Eurostat, Európska komisia, MMF, BIS, ECB a výpočty ECB.

1) Podiely HDP zodpovedajú HDP jednotlivých krajín v USD, bežný kurz.

2) Na základe hrubej pridanej hodnoty v bežných cenách.

3) Definované ako podiel pracovnej sily na populácii v produktívnom veku (15–64 rokov).

4) Definované ako podiel počtu zamestnaných osôb na populácii v produktívnom veku (15–64 rokov).

5) Na základe ESA 95.

6) EÚ-15 a EÚ-25: vklady spolu v PFI; Spojené štáty: vklady splatné na požiadanie, termínované a úsporné vklady v bankových inštitúciách; Japonsko: vklady splatné na požiadanie a termínované vklady v depozitných peňažných bankách.

7) EÚ-15 a EÚ-25: úvery PFI iným rezidentom; Spojené štáty: úvery obchodných bánk, sporiteľní a úverových zväzov; Japonsko: úvery súkromnému sektoru.

pravdepodobne zvýši konkurenciu a prinesie úspory z rozsahu (economies of scale). Rozsah týchto účinkov a rýchlosť ich uskutočnenia bude závisieť od mnohých faktorov, napríklad od budúcej hospodárskej politiky členských štátov EÚ.

MEDZINÁRODNÝ OBCHOD

Po rozšírení sa obchod EÚ 15 s novými členskými štátmi a obchod medzi týmito štátmi navzájom označuje ako obchod vnútri EÚ a nie ako medzinárodný obchod. Obchod medzi novými členskými štátmi a zvyškom sveta mimo krajín EÚ 15 sa teraz označuje ako obchod mimo EÚ 25. Vstup nových členských štátov mierne redukoval otvorenosť obchodu EÚ, napriek tomu, že väčšina nových členských štátov má veľmi otvorené ekonomiky, keďže obchod EÚ 15 s novými členskými štátmi je dôležitejší ako ich obchod s krajinami mimo EÚ. Export tovarov a služieb podľa údajov za rok 2003 predstavoval v rozšírenej EÚ 12,4 % HDP v porovnaní s 9,3 % v USA a 12,2 % v Japonsku.

ŠTRUKTÚRA VÝROBY

Štruktúru výroby v nových členských štátoch charakterizuje väčší podiel poľnohospodárstva (3,2 %) a priemyslu (31,9 %) a menší podiel služieb (64,9 %) na HDP, ako je priemer za ostatné krajiny EÚ. Čo sa týka rozloženia zamestnanosti v týchto sektoroch, odvetvové rozdiely sú výraznejšie v nových členských štátoch ako v EÚ 15. Rozšírenie však spôsobilo len malé zmeny v podieloch týchto základných sektorov na HDP EÚ a v rozložení zamestnanosti. Z porovnania s USA a Japonskom vyplýva, že sektor poľnohospodárstva v EÚ je veľmi rozsiahly v porovnaní s poľnohospodárskym sektorom v USA a v Japonsku, zatiaľ čo sektor priemyslu v EÚ je väčší ako v USA, ale menší ako v Japonsku. Sektor služieb v EÚ je väčší ako v Japonsku, ale menší ako v USA.

TRH PRÁCE

Priemerná miera nezamestnanosti v nových členských štátoch je vyššia ako v krajinách EÚ 15 a rozšírenie tak spôsobilo o niečo vyššiu priemernú mieru nezamestnanosti v EÚ 25. Napriek poklesu v deväťdesiatych rokoch

zostáva miera nezamestnanosti v EÚ 15 a EÚ 25 na úrovni 8,1 % a 9,1 % v roku 2003 a je podstatne vyššia ako v USA a Japonsku, kde zostáva na úrovni 6,0 %, respektíve 5,3 %. V nových členských štátoch zo strednej a východnej Európy sa miera nezamestnanosti zvýšila a rozdiely v regionálnej nezamestnanosti počas posledných desiatich rokov narástli v dôsledku štrukturálnych zmien spojených s prechodom na trhovou ekonomiku. Výhľady zamestnanosti by sa však mohli v nadchádzajúcich rokoch zlepšiť, pretože redukcia zamestnanosti spojená s reštrukturalizáciou podnikania sa môže zmierniť. V dlhšom období potenciál nových členských štátov dobehnúť HDP na obyvateľa môže tiež prispieť k priaznivým trendom v zamestnanosti a k nižšej nezamestnanosti.

Vstup nových členských štátov znížil mieru zamestnanosti v EÚ o 1,4 %, takže teraz sa pohybuje na úrovni 63,0 %. Rozbor miery zamestnanosti v nových členských štátoch naznačuje, že najmä podiel participácie mužov je podstatne nižší ako v krajinách EÚ 15, zatiaľ čo u žien je tento rozdiel menej výrazný. Miera zamestnanosti starších pracovníkov (veková skupina medzi 55 a 64) je v nových členských štátoch tiež podstatne nižšia ako v EÚ 15. V porovnaní s USA a Japonskom je miera participácie pracovných síl EÚ nízka. Kombinácia nižšej miery participácie a vyššej miery nezamestnanosti sa v EÚ odráža v miere zamestnanosti, ktorá je nižšia ako v USA a v Japonsku.

FIŠKÁLNA POZÍCIA A VEĽKOŠŤ VEREJNÉHO SEKTORA

Vstup nových členských štátov podstatne nezmenil vážený priemer pomeru verejného deficitu v EÚ, a to napriek faktu, že väčšina nových štátov má vysoký fiškálny deficit (pozri tiež kapitolu 1, časť 2.5). Verejné výdavky a podiel príjmov na HDP sú vo väčšine nových krajín EÚ o čosi nižšie, hoci vo vzťahu k úrovniam príjmov sú vysoké. Malý rozsah ekonomík nových členských štátov znamená, že podiel celkového verejného sektora v EÚ 25 sa v porovnaní s EÚ 15 v podstate nezmenil. Pretože pomer dlhu sektora verejnej správy v nových členských štátoch je vo všeobecnosti

podstatne nižší ako v EÚ 15, priemerný pomer dlhu k HDP v EÚ je o niečo nižší ako pred rozšírením.

Deficit sektora verejnej správy, ktorý bol v EÚ v roku 2003 na úrovni 2,8 %, je v súčasnosti nižší ako v USA a v Japonsku. Súčasne sektor verejnej správy má väčší podiel na ekonomike EÚ 25 ako v USA a v Japonsku. V EÚ 25 predstavuje podiel verejných výdavkov skoro 49 % a podiel verejných príjmov takmer 46 %. V USA predstavuje podiel sektora verejnej správy na HDP viac ako 34 % v oblasti výdavkov a menej ako 30 % v oblasti príjmov. V Japonsku vysoký verejný deficit vytvára podiel verejných výdavkov vo výške viac ako 39 % HDP a podiel vládných príjmov vo výške takmer 32 %. Minulý nárast verejného deficitu viedol k podobne vysokým pomerom verejných deficitov v EÚ a v USA, tie sú však aj tak podstatne nižšie ako v Japonsku.

FINANČNÁ ŠTRUKTÚRA

Rozšírenie nevyvolalo podstatné zmeny v celkovej finančnej štruktúre EÚ, hoci finančné sprostredkovanie je v priemere viac zamerané na banky v nových členských štátoch ako v EÚ 15. Vo väčšine nových štátov je finančný sektor relatívne malý, keď berieme do úvahy celkové aktíva bankového sektora a kapitalizáciu trhu s cennými papiermi. Úroveň finančného sprostredkovania, t. j. smerovanie nových prostriedkov finančnými inštitúciami v rámci nových požiadaviek na financovanie investícií, začala nedávno v niektorých členských štátoch pomerne rýchlo stúpať. V porovnaní so Spojenými štátmi je finančný sektor EÚ viac orientovaný na bankový sektor, kým úloha akciových trhov je vo finančnom sprostredkovaní menej dôležitá. Pri porovnaní s Japonskom však hrá bankový sektor menšiu úlohu vo finančnom sektore EÚ, zatiaľ čo akciové trhy sú dôležitejšie.



2. VZŤAHY S KANDIDÁTSKÝMI KRAJINAMI EÚ

V súčasnosti majú štatút kandidátov na členstvo v Európskej únii štyri krajiny: Bulharsko, Chorvátsko, Rumunsko a Turecko. Po úspešnom dokončení prístupových rokovaní s Bulharskom a Rumunskom, Európska rada v decembri 2004 súhlasila, aby bola prístupová zmluva s týmito krajinami finalizovaná s výhľadom podpísania v apríli 2005. Očakáva sa, že Bulharsko a Rumunsko vstúpia do EÚ v januári 2007. Chorvátsko je kandidátskou krajinou od júna 2004 a za predpokladu, že bude plne spolupracovať s Medzinárodným trestným tribunálom pre bývalú Juhosláviu, prístupové rokovania začnú v marci 2005. Turecko získalo štatút kandidátskej krajiny na zasadnutí Európskej rady v Helsinkách v roku 1999. V decembri 2004 Európska rada rozhodla, že na základe hodnotenia a odporúčania Komisie Turecko dostatočne spĺňa politické kritéria Copenhagenu na začatie rokovaní o pristúpení pod podmienkou, že prijme určité legislatívne normy. Na základe toho Európska rada požiadala Komisiu, aby pripravila návrh rámca na rokovania s ich možným začatím 3. októbra 2005.

Eurosystém pokračoval v monitorovaní menového a hospodárskeho vývoja v kandidátskych krajinách a venoval osobitnú pozornosť procesu dezinflácie, otázkam finančného sektora a štrukturálnej konvergencie s EÚ.

ECB viac posilnila bilaterálne vzťahy s centrálnymi bankami Bulharska a Rumunska. Prvá návšteva Bulharskej národnej banky a Národnej banky Rumunska na úrovni Výkonnej rady sa uskutočnila v októbri. Hlavným účelom týchto návštev bolo prediskutovanie budúcej spolupráce s Eurosystémom, ktorá bude zahŕňať predprístupový dialóg medzi ECB a centrálnymi bankami krajín rokujúcich o vstupe. Po podpísaní prístupovej zmluvy guvernéri týchto centrálnych bánk budú prizývaní na zasadnutia Generálnej rady ako pozorovatelia. Experti z týchto krajín budú mať štatút pozorovateľa vo výboroch ESCB, keď budú výbory rokovať o otázkach spadajúcich do kompetencie Generálnej rady. Návšteva Chorvátskej národnej banky by sa mala uskutočniť v marci 2005.

ECB tiež pokračuje v dialógu na najvyššej úrovni s Centrálnou bankou Tureckej republiky, vrátane každoročných stretnutí na úrovni Výkonnej rady. Rokovania sú zamerané na proces stabilizácie makroekonomiky v Turecku, menovú a devízovú politiku Centrálnej banky Tureckej republiky a na hospodársku situáciu v eurozóne. Okrem diskusií o týchto otázkach pokračovala aj technická spolupráca v určitých oblastiach medzi ECB a Centrálnou bankou Tureckej republiky.

Autor

Reinhold A. Goelles

Názov

Bez názvu

Technika

akryl na plátne

Rozmery

152 × 100 cm

© Európska centrálna banka



**INŠTITUCIONÁLNY
RÁMEC, ORGANIZÁCIA
A ROČNÁ ÚČTOVNÁ
ZÁVIERKA**

1. ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB

1.1. EUROSYSTÉM A EURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK



Eurosystém je systém centrálnych bánk eurozóny. Tvorí ho ECB a národné centrálné banky (NCB) 12 členských štátov, ktorých spoločnou menou je euro. Rada guvernérov prijala termín „Eurosystém“, aby uľahčila pochopenie štruktúry centrálného bankovníctva v eurozóne. Pojem poukazuje na spoločnú identitu, tímovú prácu a spoluprácu všetkých jeho členov a bol zakomponovaný aj do Zmluvy o Ústave pre Európu podpísanej 29. októbra 2004 v Ríme. Spolu so strategickými zámermi a organizačnými princípmi pre výkon funkcií Eurosystému všetkými členmi (box 15) schválila Rada guvernérov aj vyhlásenie o hlavných úlohách Eurosystému.

ESCB tvorí ECB a NCB všetkých členských štátov EÚ (od 1. mája 2004 25 štátov), t. j.

zahŕňa aj národné centrálné banky členských štátov, ktoré ešte neprijali euro. Pokiaľ budú existovať členské štáty, ktoré ešte neprijali euro, bude potrebné rozlišovať medzi Eurosystémom a ESCB.

ECB má právnu subjektivitu podľa medzinárodného verejného práva. Stala sa jadrom Eurosystému a ESCB a zabezpečuje výkon ich úloh buď svojimi vlastnými aktivitami alebo prostredníctvom NCB.

Každá NCB má právnu subjektivitu podľa národného práva svojej krajiny. NCB eurozóny, ktoré sú neoddeliteľnou súčasťou Eurosystému, vykonávajú úlohy zverené Eurosystému v súlade so pravidlami stanovenými rozhodovacími orgánmi ECB. Národné centrálné banky prispievajú

k práci Eurosystému a ESCB aj svojou účasťou v rôznych výboroch Eurosystému/ESCB (časť 1.5 tejto kapitoly). Na svoju vlastnú zodpovednosť môžu tiež vykonávať funkcie nesúvisiace s Eurosystémom, pokiaľ Rada guvernérov nerozhodne, že tieto funkcie zasahujú do cieľov a úloh Eurosystému.

Eurosystém a ESCB riadia rozhodovacie orgány ECB: Rada guvernérov a Výkonná rada. Rozhodovacie procesy v Eurosystéme a ESCB sú centralizované. Avšak na strategickej aj operatívnej úrovni sa ECB a NCB eurozóny spolupodieľajú na dosahovaní spoločných cieľov, pričom v súlade so Štatútom ESCB sa rešpektuje zásada decentralizácie. Na dobu, kým všetky členské krajiny neprijmú euro,

bola ako tretí rozhodovací orgán ECB zriadená Generálna rada. Fungovanie rozhodovacích orgánov sa riadi zmluvou, Štatútom ESCB a príslušným rokovacím poriadkom¹. S cieľom prispôsobiť rokovacie poriadky vývoju od roku 1999 a očakávaným zmenám vyplývajúcim z rozšírenia ESCB bol v roku 2004 rokovací poriadok ECB a rokovací poriadok Generálnej rady ECB revidovaný.

¹ Rokovací poriadok ECB: Rozhodnutie ECB/2004/2 z 19. februára 2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Európskej centrálnej banky, Ú. v. L 80, 18.3.2004, s. 33; rozhodnutie ECB/2004/12 zo 17.4.2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Generálnej rady ECB, Ú. v. L 230, 30.6.2004, s. 61; a rozhodnutie ECB/1999/7 z 12.10.1999 o rokovacom poriadku Výkonnej rady ECB, Ú. v. L 314, 8.12.1999, s. 34. Tieto rokovacie poriadky sú dostupné aj na internetovej stránke ECB.

Box 15

VYHLÁSENIE O ÚLOHÁCH EUROSYSTÉMU

Vyhlásenie o úlohách Eurosystému bolo uverejnené v januári 2005. Jeho prijatie Radou guvernérov, ktoré nasledovalo po prijatí Vyhlásenia o úlohách ECB Výkonnou radou v auguste 2003, stavia na skúsenostiach získaných od roku 1999 v oblasti spoločného systému centrálnych bánk eurozóny a na konkrétnych odborných znalostiach a individuálnom prínose všetkých centrálnych bánk Eurosystému. Vyhlásenie o úlohách Eurosystému znie takto:

„Eurosystém, tvorený Európskou centrálnou bankou a národnými centrálnymi bankami členských štátov, ktoré zaviedli euro, je menovým orgánom eurozóny. Naším primárnym cieľom je udržiavať cenovú stabilitu na prospech všetkých. Vzhľadom na významnú úlohu Eurosystému vo finančnej oblasti snažíme sa chrániť finančnú stabilitu a presadzovať finančnú integráciu v Európe.

Pri plnení našich úloh pripisujeme maximálnu dôležitosť dôvere, vierohodnosti, transparentnosti a zodpovednosti. Usilujeme sa o účinnú komunikáciu s občanmi Európy i médiami. Naše vzťahy s európskymi a národnými orgánmi udržiavame v plnom súlade s ustanoveniami zmluvy s náležitým ohľadom na zásadu nezávislosti.

Spoločnými silami prispievame k dosiahnutiu našich spoločných cieľov na strategickej i operatívnej úrovni, pričom máme na zreteli zásadu decentralizácie. Snažíme sa dodržiavať zásady správneho riadenia a pri plnení svojich úloh postupovať účinne, efektívne a v duchu spolupráce. Na základe našich bohatých skúseností a vzájomnej výmeny znalostí sa snažíme upevňovať našu spoločnú identitu, vyjadrovať sa jednotne a využívať možné synergie v rámci jasne definovaných úloh a oblastí zodpovednosti všetkých členov Eurosystému.“

Vo vyhlásení sú vymedzené ciele, o ktoré sa centrálné banky Eurosystému usilujú spoločne, ako aj spôsob ich vzájomného pôsobenia a spolupráce na základe spoločných hodnôt. Vyhlásenie

sa opiera o súbor dohodnutých organizačných zásad a viacerých strategických zámerov (ďalšie informácie sú na internetovej stránke ECB). Jeho cieľom je tiež podať všetkým pracovníkom jasné usmernenie a informovať verejnosť, ako Eurosystem plní svoje úlohy a dosahuje ciele, ktorému mu boli zverené podľa zmluvy a Štatútu ESCB.

1.2. RADA GUVERNÉROV

Rada guvernérov sa skladá zo všetkých členov Výkonnej rady a guvernérov národných centrálnych bánk členských štátov, ktoré prijali euro. Podľa zmluvy Rada guvernérov zodpovedá najmä za:

- schvaľovanie usmernení a prijímanie rozhodnutí potrebných na zabezpečenie plnenia úloh zverených Eurosystemu,
- formulovanie menovej politiky eurozóny vrátane potrebných rozhodnutí týkajúcich sa čiastkových menových cieľov, kľúčových úrokových sadzieb a poskytnutia rezerv Eurosystemu, ako aj prípravu usmernení potrebných na implementáciu týchto rozhodnutí.

Rada guvernérov sa schádza spravidla dvakrát mesačne v priestoroch ECB vo Frankfurt nad Mohanom. Na svojom prvom zasadaní v mesiaci vykonáva Rada najmä hĺbkovú analýzu menového a hospodárskeho vývoja a rozhoduje o menovej politike na daný mesiac. Na druhom zasadaní prerokúva otázky týkajúce sa ostatných úloh a povinností ECB a Eurosystemu. V roku 2004 sa dve zasadania konali mimo Frankfurtu: jedno v Suomen Pankki – Finlands Bank v Helsinkách a druhé Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique v Bruseli.

Pri prijímaní rozhodnutí o menovej politike a o iných úlohách ECB a Eurosystemu členovia Rady guvernérov nevystupujú ako zástupcovia svojich krajín, ale ako úplne nezávislé osoby, čo zodpovedá zásade „jeden člen, jeden hlas“, ktorá sa uplatňuje v Rade guvernérov.

V zmysle „oprávňujúcej doložky“ obsiahnutej v Zmluve z Nice, Rada EÚ v zložení hláv

štátov alebo vlád, na základe odporúčenia ECB dňa 21. marca 2003 jednomyseľne prijala rozhodnutie zmeniť článok 10.2 Štatútu ESCB (spôsob hlasovania v Rade guvernérov). Po ratifikácii všetkými členskými štátmi nadobudlo toto rozhodnutie platnosť 1. júna 2004. V súlade s týmto rozhodnutím sa všetci členovia Rady guvernérov budú naďalej zúčastňovať na zasadaniach a poradách, avšak počet guvernérov národných centrálnych bánk s právom hlasovať nesmie pri jednom hlasovaní presiahnuť 15. Keď počet guvernérov NCB, ktorí sú členmi Rady guvernérov, prekročí 15, budú hlasovacie právo vykonávať na zásade rotácie. Týchto 15 hlasovacích práv bude rotovať medzi guvernermi podľa vopred stanovených pravidiel. Šiestim členom Výkonnej rady zostáva stále hlasovacie právo.

RADA GUVERNÉROV



Jean-Claude Trichet

prezident ECB

Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

Jaime Caruana

guvernér, Banco de España

Vítor Constâncio

guvernér, Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans (do 31. mája 2004)

člen Výkonnej rady ECB

Antonio Fazio

guvernér, Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

guvernér, Bank of Greece

José Manuel González-Páramo (od 1. júna 2004)

člen Výkonnej rady ECB

John Hurley

guvernér, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

člen Výkonnej rady ECB

Klaus Liebscher

guvernér, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (od 12. júla 2004)

guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

Matti Louekoski (od 1. apríla do 11. júla 2004)

úradujúci guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

guvernér, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

guvernér, Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

člen Výkonnej rady ECB

Guy Quaden

guvernér, Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (od 7. do 29. apríla 2004)

úradujúci prezident, Deutsche Bundesbank

Gertrude Tumpel-Gugerell

členka Výkonnej rady ECB

Matti Vanhala (do 31. marca 2004)

guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

Axel A. Weber (od 30. apríla 2004)

prezident, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

prezident, De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke (do 6. apríla 2004)

prezident, Deutsche Bundesbank

Matti Vanhala, člen Rady guvernérov (1998–2004), ukončil členstvo 29. septembra 2004 a 9. novembra 2004 ukončil členstvo Eugenio Domingo Solans, člen Výkonnej rady a Rady guvernérov (1998–2004).

Tretí rad (zľava):

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen, Tommaso Padoa-Schioppa, Antonio Fazio, Jaime Caruana

Druhý rad (zľava):

Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas, Christian Noyer, Vítor Constâncio, José Manuel González-Páramo, Guy Quaden

Prvý rad (zľava):

Gertrude Tumpel-Gugerell, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Yves Mersch, Otmar Issing, John Hurley

1.3. VÝKONNÁ RADA

Výkonnú radu tvoria prezident a viceprezident ECB a štyria ďalší členovia menovaní na základe spoločnej dohody hláv štátov a vlád členských štátov eurozóny. Výkonná rada zasadá spravidla raz týždenne a k jej hlavným povinnostiam patrí:

- príprava zasadnutí Rady guvernérov,
- výkon menovej politiky eurozóny v súlade s usmerneniami a rozhodnutiami Rady

guvernérov (v rámci tejto činnosti Výkonná rada dáva národným centrálnym bankám eurozóny potrebné pokyny),

- riadenie bežných činností ECB,
- vykonávanie právomocí delegovaných Radou guvernérov (niektoré z nich majú regulačný charakter).

Výbor pre riadenie, ktorému predsedá člen Výkonnej rady, radí a pomáha Výkonnej rade vo veciach riadenia ECB, plánovania a zostavovania rozpočtu.

Druhý rad (zľava):

José Manuel González-Páramo,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

Prvý rad (zľava):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

prezident ECB

Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

Eugenio Domingo Solans (do 31. mája 2004)

člen Výkonnej rady ECB

José Manuel González-Páramo (od 1. júna 2004)

člen Výkonnej rady ECB

Otmar Issing

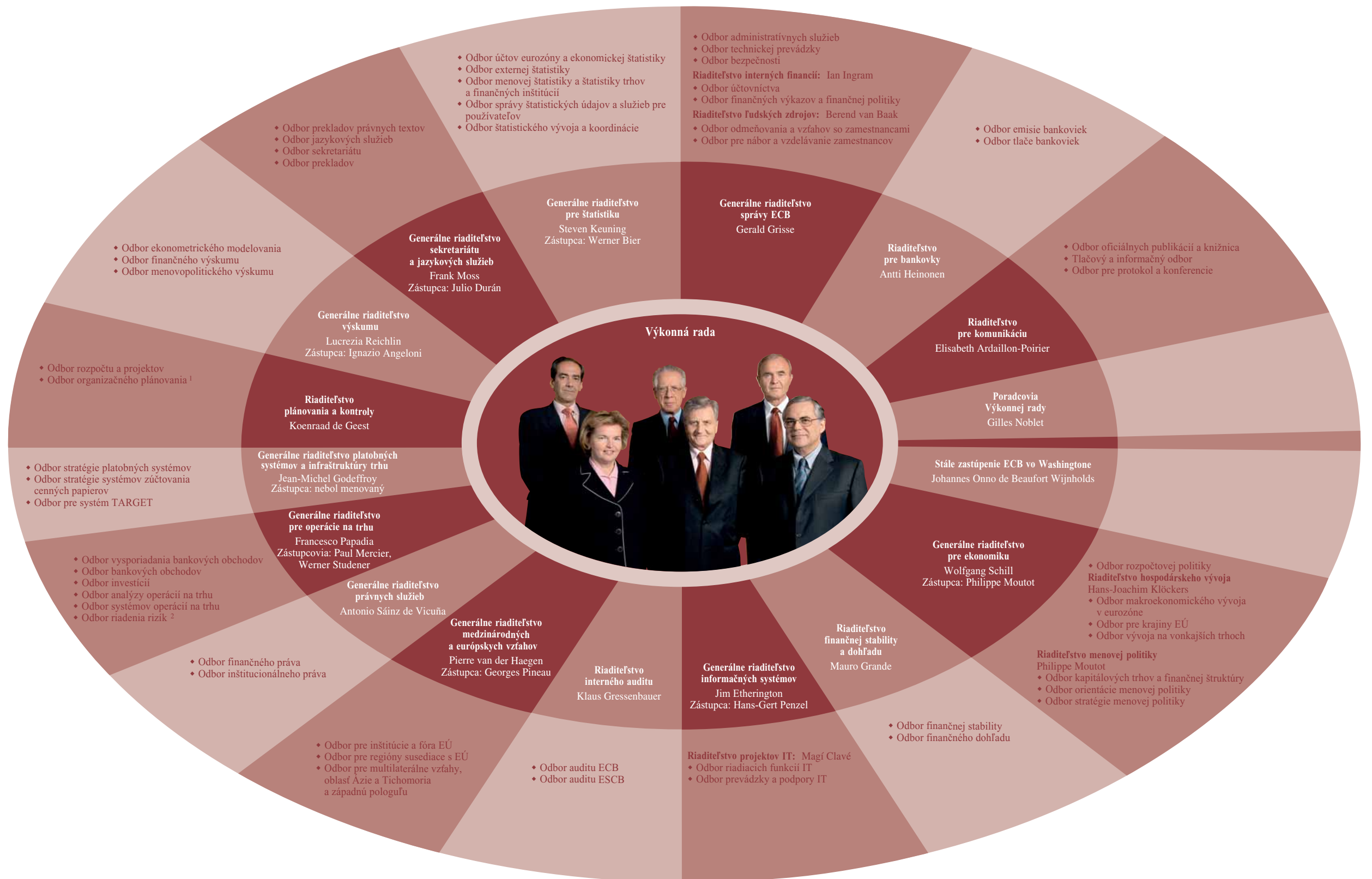
člen Výkonnej rady ECB

Tommaso Padoa-Schioppa

člen Výkonnej rady ECB

Gertrude Tumpel-Gugerell

členka Výkonnej rady ECB



Výkonná rada

Zadný rad (zľava): José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Predný rad (zľava): Gertrude Tumpel-Gugereil, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

¹ Vrátane ochrany údajov.

² Za určité záležitosti zodpovedá priamo Výkonnej rade.

1.4. GENERÁLNA RADA

Generálnu radu tvoria prezident a viceprezident ECB a guvernéri národných centrálnych bank všetkých členských štátov EÚ. Plní úlohy prevzaté od Európskeho menového inštitútu, ktoré je ECB povinná vykonávať, keďže euro zatiaľ

neprijali všetky členské štáty EÚ. V roku 2004 mala Generálna rada päť zasadnutí. Na zasadnutí Generálnej rady 17. júna 2004 sa guvernéri centrálnych bánk nových členských štátov, ktorí sa na jej zasadnutiach zúčastňovali od podpísania zmluvy o prístúpení ako pozorovatelia, po prvýkrát zúčastnili ako členovia.



Tretí rad (zľava):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,
Reinoldijus Šarkinas,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink

Druhý rad (zľava):

Christian Noyer, Axel A. Weber,
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe
Andersen, Klaus Liebscher,
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,
Antonio Fazio

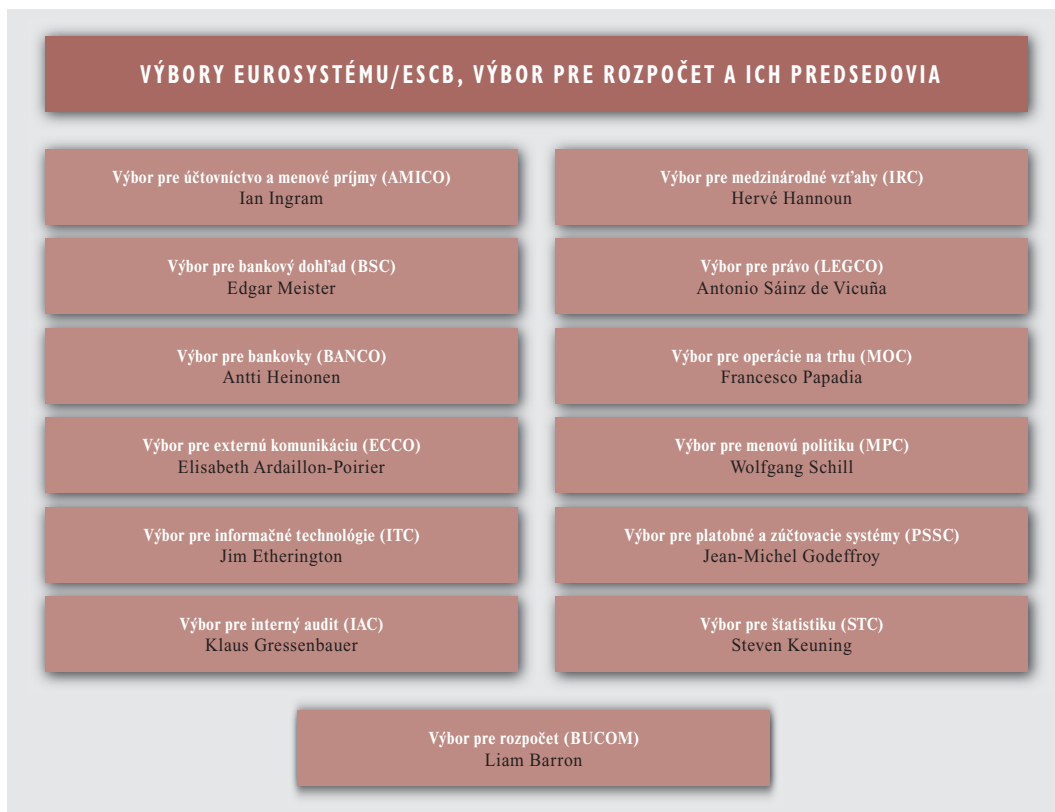
Prvý rad (zľava):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,
Christodoulos Christodoulou,
Michael C. Bonello,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Marián Jusko, John Hurley

Jean-Claude Trichet prezident ECB
Lucas D. Papademos viceprezident ECB
Bodil Nyboe Andersen
guvernérka, Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
prezident, Narodowy Bank Polski
Michael C. Bonello
guvernér, Central Bank of Malta
Jaime Caruana guvernér, Banco de España
Christodoulos Christodoulou
guvernér, Central Bank of Cyprus
Vitor Constâncio guvernér, Banco de Portugal
Antonio Fazio guvernér, Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas guvernér, Bank of Greece
Mitja Gaspari guvernér, Banka Slovenije
Lars Heikensten guvernér, Sveriges Riksbank
John Hurley
guvernér, Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
Zsigmond Járαι
prezident, Magyar Nemzeti Bank
Marián Jusko (do 31. decembra 2004)
guvernér, Národná banka Slovenska
Mervyn King guvernér, Bank of England
Vahur Kraft guvernér, Eesti Pank
Klaus Liebscher
guvernér, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (od 12. júla 2004)
guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank
Matti Louekoski (od 1. apríla do 11. júla 2004)
úradujúci guvernér, Suomen Pankki –
Finlands Bank
Yves Mersch
guvernér, Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer guvernér, Banque de France
Guy Quaden
guvernér, Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs guvernér, Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
predseda Rady, Lietuvos bankas
Ivan Šramko (od 1. januára 2005)
guvernér, Národná banka Slovenska
Jürgen Stark (od 7. do 29. apríla 2004)
úradujúci prezident, Deutsche Bundesbank
Zdeněk Tůma guvernér, Česká národní banka
Matti Vanhala (do 31. marca 2004)
guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank
Axel A. Weber (od 30. apríla 2004)
prezident, Deutsche Bundesbank
Nout Wellink
prezident, De Nederlandsche Bank
Ernst Welteke (do 6. apríla 2004)
prezident, Deutsche Bundesbank

1.5. VÝBORY EUROSYSTÉMU/ESCB A VÝBOR PRE ROZPOČET



Dôležitou úlohou výborov Eurosystemu/ESCB je pomáhať orgánom ECB s rozhodovacou právomocou pri výkone ich úloh. Na požiadanie Rady guvernérov a Výkonnej rady poskytujú výbory odborné vyjadrenia v oblasti svojej pôsobnosti a sú nápomocné pri rozhodovacích procesoch. Členstvo vo výboroch je zvyčajne obmedzené na zamestnancov centrálnych bánk Eurosystemu. Národné centrálné banky členských krajín, ktoré ešte neprijali euro sa zúčastňujú na zasadnutiach výborov, ktoré sa venujú otázkam spadajúcich do pôsobnosti Generálnej rady. Ak je to vhodné, možno prizvať aj iné kompetentné orgány, napr. v prípade Výboru pre bankový dohľad národné orgány bankového dohľadu. V súčasnosti pôsobí 12 výborov Eurosystemu/ESCB, pričom všetky boli ustanovené v súlade s článkom 9 rokovacieho poriadku ECB.

Výbor pre rozpočet ktorý bol ustanovený podľa článku 15 rokovacieho poriadku ECB, pomáha

Rade guvernérov v záležitostiach týkajúcich sa rozpočtu ECB.

1.6. RIADENIE INŠTITÚCIE

Popri rozhodovacích orgánoch sa na riadení činnosti ECB podieľajú rôzne vonkajšie a vnútorné kontrolné prvky, ako aj pravidlá o prístupe verejnosti k dokumentom ECB.

VONKAJŠIA KONTROLA

Podľa Štatútu ESCB existujú dve úrovne kontroly: externý audítora² na overenie ročnej účtovnej závierky ECB (článok 27.1 Štatútu ESCB) a Európsky dvor audítora, ktorý skúma efektívnosť riadenia ECB (článok 27.2). Výročná správa Európskeho dvora audítora spolu

² Na základe súťažných výsledkov z roku 2002 bola za externého audítora ECB s päťročným mandátom na roky 2003 až 2007 vymenovaná auditorská spoločnosť KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

s vyjadrením ECB sa uverejňuje v Úradnom vestníku Európskej únie a na internetovej stránke ECB.

V auguste 2002 Rada guvernérov rozhodla zaviesť princíp rotácie audítorských spoločností, aby poskytla verejnosti plnú záruku nezávislosti externého audítora ECB. Toto rozhodnutie sa realizovalo ako súčasť procesu menovania externého audítora ECB.

VNÚTORNÁ KONTROLA

Aj v roku 2004 sa priebežne vykonával vnútorný audit. Za činnosť vnútorných audítorov ECB zodpovedá Výkonná rada a ich mandát definujú Stanovy auditu ECB.³ Vnútorní audítori poskytujú ad hoc hodnotenie adekvátnosti a efektívnosti systému vnútornej kontroly ECB a kvality výkonu ECB pri plnení určených povinností. Vychádzajú pri tom z Medzinárodných štandardov pre odborný výkon vnútorného auditu stanovených Inštitútom vnútorných audítorov.

Výbor Eurosystému/ESCB pre interný audit, ktorý je tvorený vedúcimi útvarov vnútorného auditu ECB a národných centrálnych bánk, zodpovedá za koordináciu výkonu auditu spoločných projektov Eurosystému/ESCB a prevádzkových systémov.

Štruktúra vnútornej kontroly ECB je založená na funkčnom prístupe. Všetky organizačné jednotky (odborníci, riaditeľstvá a generálne riaditeľstvá) zodpovedajú za vlastnú vnútornú kontrolu a efektívnosť. V tomto zmysle jednotlivé úseky v rámci oblasti svojej pôsobnosti uplatňujú rôzne kontrolné postupy. Ako príklad možno spomenúť súbor pravidiel a postupov známy ako „čínsky múr“. Jeho účelom je zabrániť tomu, aby dôverné informácie, napríklad informácie z útvarov poverených výkonom menovej politiky, prenikli do útvarov zodpovedných za správu devízových rezerv a vlastných zdrojov ECB. Okrem kontrolných postupov využívaných jednotlivými organizačnými jednotkami predkladá návrhy týkajúce sa konkrétnych otázok s dopadom na ECB ako celok aj Riaditeľstvo

plánovania a kontroly, Odbor riadenia rizík a Riaditeľstvo interného auditu.

Členovia Rady guvernérov sa riadia Kódexom správania, ktorý je pre nich záväzný a upravuje ich zodpovednosť za morálnu integritu a dôveryhodnosť Eurosystému a efektívnosť jeho činnosti.⁴ Rada guvernérov vymenováva tiež svojho poradcu, ktorý členom rady poskytuje poradenstvo v niektorých otázkach profesionálneho vystupovania. Kódex správania ECB upravuje tiež konanie pracovníkov ECB a členov Výkonnej rady, od ktorých sa očakáva vysoký štandard profesionálnej etiky pri výkone ich povinností.⁵

V súlade s pravidlami proti zneužívaniu vnútorných informácií nesmú zamestnanci ECB a členovia Výkonnej rady využívať dôverné informácie, ku ktorým majú prístup, na svoje súkromné finančné aktivity uskutočňované na vlastné riziko a na vlastný účet, alebo na riziko a účet tretej strany.⁶ Výkonná rada taktiež vymenováva poradcu pre záležitosti profesionálnej etiky, ktorého úlohou je zabezpečiť konzistentný výklad pravidiel profesionálnej etiky.

BOJ PROTI PODVODOM

Európsky parlament a Rada EÚ prijali v roku 1999 nariadenie⁷ o vyšetrowaní Európskeho úradu pre boj proti podvodom (OLAF) s cieľom zvýšiť účinnosť boja proti podvodom, korupcii a ďalším nezákonným činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev. Toto nariadenie upravuje najmä interné vyšetrowanie v inštitúciách, orgánoch, úradoch a agentúrach Spoločenstva v prípadoch podozrenia z podvodu.

3 Stanovy sú zverejnené na internetovej stránke ECB, aby sa podporila transparentnosť auditov v ECB.

4 Pozri Kódex správania členov Rady guvernérov, OJ C 123, 24.5.2002, s. 9 a internetovú stránku ECB.

5 Pozri Kódex správania Európskej centrálnej banky v súlade s článkom 11.3 rokovacieho poriadku Európskej centrálnej banky, Ú. v. C 76, 8.3.2001, s. 12 a internetovú stránku ECB.

6 Pozri časť 1.2 Služobného poriadku ECB s pravidlami profesionálnej etiky a služobného tajomstva, Ú. v. C 92, 16.4.2004, s. 31 a internetovú stránku ECB.

7 Nariadenie (EK) č. 1073/1999 Európskeho parlamentu a Rady z 25.5.1999 o vyšetrowaní vedenom Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF), Ú. v. L 136, 31.5.1999, s. 1.

Nariadenie predpokladá, že každá z uvedených inštitúcií prijme rozhodnutia, ktoré úradu umožnia vykonávať v nich vyšetrovanie. V júni 2004 Rada guvernérov prijala rozhodnutie⁸ o podmienkach vyšetrovania Európskej centrálnej banky Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF), ktoré vstúpilo do platnosti 1. júla 2004. ECB a OLAF nadviazali kontakt s cieľom zabezpečiť riadne fungovanie tohto rámca pre vyšetrovania vedené úradom OLAF.

PRÍSTUP VEREJNOSTI K DOKUMENTOM ECB

V marci 2004 prijala Rada guvernérov rozhodnutie ECB/2004/3 o verejnom prístupe k dokumentom ECB.⁹ Cieľom tohto rozhodnutia je zaistiť súlad právneho rámca ECB s cieľmi a štandardmi využívanými v iných inštitúciách a orgánoch EÚ vo veci prístupu verejnosti k ich dokumentom. Zlepšuje sa tak transparentnosť, pri súčasnom zohľadnení nezávislosti ECB a NCB a zabezpečení dôverného zaobchádzania s niektorými záležitosťami týkajúcimi sa výkonu úloh ECB.

⁸ Rozhodnutie ECB/2004/11 o podmienkach vyšetrovaní vykonávaných Európskym úradom pre boj proti podvodom v ECB v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupcii a všetkým ostatným protiprávnym činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločností, ktorým sa menia a dopĺňajú podmienky zamestnávania zamestnancov Európskej centrálnej banky, Ú. v. L 230, 30.6.2004, s. 56. Prijatie tohto rozhodnutia je reakciou na rozsudok Európskeho súdneho dvora z 10. júla 2003 v prípade C-11/00, Komisia proti ECB.

⁹ Ú. v. L 80, 18.3.2004, s. 42.

2. ORGANIZAČNÝ ROZVOJ

2.1. ĽUDSKÉ ZDROJE

PERSONÁLNE ZABEZPEČENIE

Celkový počet rozpočtovaných zamestnaneckých miest na rok 2004, vyjadrený ako ekvivalent plného pracovného času (FTE), predstavoval 1 362,5. Ku koncu roka 2004 zamestnávala ECB 1 314 pracovníkov so zmluvami na dobu neurčitú alebo zmluvami na dobu určitú v trvaní najmenej 12 mesiacov (čo zodpovedá 1 309 miestam podľa FTE) v porovnaní s 1 213,5 miestami (podľa FTE) na konci roka 2003. Priemerný počet pracovníkov zamestnaných Európskou centrálnou bankou v roku 2004 bol 1 261 oproti 1 160 v roku 2003. Z celkového počtu zamestnancov 1 309 je 71 z desiatich nových členských štátov EÚ, ktorí sú v súčasnosti zamestnaní na základe zmlúv na obdobie dlhšie než jeden rok. V roku 2004 bolo prijatých do ECB 137 nových zamestnancov a 41 zamestnancov z ECB odišlo. Počet miest (FTE) stanovený na rok 2005 je 1 369,5, čo predstavuje nárast oproti roku 2004 o 0,5 %.

Okrem toho v roku 2004 nastúpilo do ECB na krátkodobý pobyt (v priemere päťmesačný) 128 odborníkov z národných centrálnych bánk, z nich 63 pochádzalo z nových členských štátov EÚ. Tieto krátkodobé pobyty sa pre ECB i národné centrálné banky nových členských krajín ukázali ako mimoriadne užitočné pri príprave na rozšírenie EÚ a podpore integrácie národných centrálnych bánk do ESCB.

V roku 2004 uzatvorila ECB 123 krátkodobých zmlúv na obdobie kratšie ako jeden rok v porovnaní so 113 takými zmluvami v roku 2003 z dôvodu nahradenia zamestnancov na materskej, rodičovskej alebo neplatenej dovolenke.

ECB poskytla praktickantské stáže 172 študentom a absolventom, najmä z ekonomických odborov, ktoré trvali v priemere približne tri mesiace. Počet stáží ponúknutých v roku 2003 dosiahol 166. V roku 2004 pochádzalo 54 praktikantov z nových členských štátov a ďalší šiesti z Rumunska alebo Bulharska. Zo 172 praktickantských stáží patrilo 11 (v roku 2003 12) do Graduate Research

Programme, ktorý sa orientuje na obzvlášť talentovaných študentov výskumu v pokročilom štádiu ich doktorandského štúdia.

Na Research Visitors Programme, ktorý sa zameriava na špecifické výskumné projekty vysokej úrovne v oblasti menovej politiky ECB, sa v roku 2004 zúčastnilo 18 výskumníkov oproti 24 v roku 2003.

INTERNÁ MOBILITA

V roku 2004 zmenilo 95 zamestnancov pracovné miesto z dôvodu úspechu o iné voľné interné miesta. ECB podporovala túto dočasnú vnútornú mobilitu. Do inej pozície, na obmedzenú dobu, nastúpilo 51 zamestnancov, aby získali pracovné skúsenosti alebo riešili urgentnú ale dočasnú potrebu v rámci organizácie, a následne sa vrátili na svoje pôvodné miesto.

EXTERNÁ MOBILITA

V rámci programu pre externú pracovnú skúsenosť External Work Experience Scheme, ktorý vznikol v roku 2003 na podporu zamestnaneckého rozvoja, možno zamestnancov ECB dočasne preložiť do národných centrálnych bánk alebo iných relevantných medzinárodných a európskych inštitúcií. V roku 2004 sa sedem zamestnancov zúčastnilo na tomto programe v trvaní od štyroch do desiatich mesiacov. ECB tiež prijíma žiadosti o neplatené voľno do troch rokov v prípade zamestnancov, ktorí chcú ísť pracovať do iných obdobných finančných organizácií. V roku 2004 využilo túto možnosť 12 zamestnancov. Organizačné princípy Eurosystemu, schválené Radou guvernérov a zverejnené v januári 2005 stanovujú, že „výmenu personálu, poznatkov a skúseností podporujú všetci členovia Eurosystemu“.

ECB V POHYBE

V októbri 2003 zriadila Výkonná rada programový útvar na monitorovanie a hodnotenie realizácie opatrení, ktoré schválila v kontexte programu organizačných zmien nazvaného „ECB v pohybe“ (ECB in Motion). Táto iniciatíva má za cieľ zlepšiť účinnosť a efektívnosť organizácie a zaoberá sa otázkami riadenia, odborného rozvoja, internej komunikácie a administratívy.



V roku 2004 sa podarilo dosiahnuť významný pokrok vo všetkých štyroch oblastiach a programový úrad mohol predložiť svoju záverečnú správu. Keďže účinok niektorých opatrení sa prejaví až v strednodobom horizonte, monitorovanie pokroku bude pokračovať aj naďalej.

REVÍZIA STRATÉGIE V OBLASTI ĽUDSKÝCH ZDROJOV

Od roku 1998 sú prioritami ECB etablovanie jej funkcií, formulovanie a realizácia jednotnej menovej politiky a zavedenie eura. S tým je nevyhnutne spojená orientácia politiky ľudských zdrojov na technickú odbornosť pre jednotlivé pozície. Z tohto dôvodu sa uskutočnila hĺbková revízia stratégie ľudských zdrojov, ktorej závery boli prezentované v roku 2004.

Hlavný záver znel, že politika získavania pracovníkov by mala zdôrazniť širšie odborné spôsobilosti. Ďalej je potrebné posilniť opatrenia pre rozvoj a mobilitu pracovníkov s cieľom zlepšiť synergie a rozšíriť odbornosť pracovníkov v rámci ECB. Riadenie ľudských zdrojov sa stalo pružnejším vďaka tomu, že získavanie pracovníkov z vonkajších zdrojov sa zameralo na ľudí, ktorí sú na začiatku svojej pracovnej kariéry a majú všeobecnejšie pracovné skúsenosti, ako aj vďaka skutočnosti, že všetci noví pracovníci a noví manažéri dostali pracovné zmluvy na dobu určitú. Tieto opatrenia doplní spustenie absolventského programu (ECB Graduates' Programme) v roku 2005, ktorý sa zameria na nedávnych absolventov so širokým vzdelanostným záberom. Bola vytvorená nová skupina nižších (mladých) manažérov, aby sa po období rýchleho rastu počtu pracovníkov zabezpečila primeraná kontinuita manažmentu. Zručnosti v oblasti riadenia ľudí si manažéri budú rozvíjať pomocou rastúceho počtu tréningov a koučingu. Vyhlásenie o poslaní ECB obsahuje šesť spoločných hodnôt spolu so stanoviskami vysvetľujúcimi ich význam v ECB. Týmto hodnotami sú: odborná spôsobilosť, účinnosť a efektívnosť, morálna integrita, zmysel pre

tímovú prácu, transparentnosť a zodpovednosť, a práca pre Európu. Tieto hodnoty budú neoddeliteľnou súčasťou politiky v oblasti ľudských zdrojov, spolu s modelom a profilmi odbornej spôsobilosti, ktoré sa pripravujú pre celú ECB.

PROBLEMATIKA RÔZNORODOSTI V RIADENÍ

Snahou v tejto oblasti je využiť rozdiely medzi pracovníkmi na vytvorenie produktívneho a rešpektujúceho pracovného prostredia, v ktorom sa plne využíva talent a naplňajú organizačné ciele. Pre ECB je zohľadňovanie rôznorodosti v riadení dôležité, pretože banka zamestnáva pracovníkov zo všetkých členských štátov EÚ, úzko spolupracuje s 25 národnými centrálnymi bankami krajín EÚ a slúži európskej verejnosti. ECB tak integruje túto otázku do svojej každodennej činnosti, čo umožňuje prejavenie uznania individuálnym odborným spôsobilostiam pracovníkov a stimuluje k vysokému výkonu, ktorý ECB potrebuje pre plnenie svojich úloh.

2.2. NOVÁ BUDOVA ECB

V roku 2004 sa v otázke príprav novej budovy ECB dosiahol rozhodujúci pokrok. Medzinárodná porota, ktorej predsedal viceprezident ECB, zverejnila vo februári tri víťazné návrhy architektonickej súťaže. Prvá cena bola udelená architektonickej kancelárii COOP HIMMELB(L)AU z Viedne, druhá ASP Schweger Assoziierte z Berlína a tretia 54f architekten + ingenieure z Darmstadtu, v spolupráci s T. R. Hamzah & Yeang zo Selangoru v Malajzii. Z celkového počtu 12 kandidátov, ktorí sa dostali do užšieho výberu, títo architekti najlepšie dodržali stanovené kritériá súťaže, a to:

- celkové územné plánovanie, architektonické spracovanie a riešenie okolia;

- dodržanie základných požiadaviek funkčného a priestorového plánu;
- vhodnosť koncepcie z hľadiska úspory energie a ochrany životného prostredia a dodržanie základných technických požiadaviek ECB;
- dodržanie príslušných predpisov, predovšetkým v oblasti stavebného práva a práva v oblasti ochrany životného prostredia.

Nová budova ECB bude stáť na mieste Grossmarkthalle, pamiatkovo chránenej budovy, v ktorej sa predtým nachádzal veľkoobchod s ovocím a zeleninou. Jednou z hlavných výziev, ktorej museli architekti čeliť, bolo zakomponovanie veľkého objektu z červených tehál do modernej administratívnej budovy bez toho, aby sa zásadne zmenil jej vzhľad.

Po oznámení víťazov súťaže sa v múzeu Deutsches Architektur Museum vo Frankfurte konala výstava, na ktorej sa verejnosti predstavili architektonické návrhy všetkých 71 kancelárií, ktoré predložili súťažné návrhy.

V marci 2004 Rada guvernérov rozhodla vyzvať tri víťazné architektonické kancelárie k účasti na druhej fáze, ktorej hlavným účelom bolo znova posúdiť architektonické návrhy a zohľadniť odporúčania poroty, ECB a mesta Frankfurt.

Po presťahovaní veľkoobchodu do nového sídla začali mestské orgány v rámci prípravy priestorov na odovzdanie ECB s vyprázdňovaním Grossmarkthalle a okolitých pozemkov, ktoré ECB zakúpila od mesta Frankfurt v roku 2002. Odovzdanie sa uskutočnilo v decembri 2004. V súlade s vyhláškami o pamiatkovej starostlivosti sa venovala veľká pozornosť tomu, aby ústredná budova a západné krídla zostali nedotknuté. Zachovávajú sa aj tie časti staveniska, ktoré by boli vhodné pre pamätník deportácií židovských občanov z Grossmarkthalle a ako informačné miesto o týchto deportáciách. ECB, Frankfurtská židovská obec a mesto Frankfurt sa dohodli na úzkej spolupráci pri realizácii súťaže na architektonický návrh tohto pamätníka.

Podľa plánu sa má súťaž vyhlásiť do konca roka 2005.

Rada guvernérov 13. januára 2005 prijala rozhodnutie o architektonickom návrhu budúceho sídla ECB. Po rozsiahlych diskusiách a starostlivom vyhodnotení silných a slabých stránok všetkých troch víťazných návrhov na základe výberových kritérií sa Rada guvernérov rozhodla, že funkčné a technické požiadavky stanovené ECB najlepšie splnila prepracovaná koncepcia kancelárie COOP HIMMELB(L)AU, a že táto koncepcia obsahuje prvky, ktoré vyjadrujú hodnoty ECB pretransformované do architektonického jazyka. V rozhodnutí Rada guvernérov potvrdila výrok medzinárodnej poroty, ktorá tomuto projektu udelila prvú cenu. Ďalším krokom bude fáza „optimalizácie“, počas ktorej sa návrh znova prehodnotí, najmä kvôli zabezpečeniu optimálneho využitia zdrojov a minimalizácii nákladov. Ďalšie podrobnosti o súťaži a víťaznom návrhu možno nájsť na internetovej stránke ECB.

3. SOCIÁLNY DIALÓG ESCB

Sociálny dialóg ESCB je poradné fórum medzi ECB a zástupcami zamestnancov zo všetkých centrálnych bank ESCB a európskymi federáciami odborových zväzov. Jeho účelom je poskytovať informácie a diskutovať o rozhodnutiach Generálnej rady a Rady guvernérov v prípade, ak by mali závažnejší dopad na zamestnanosť v centrálnych bankách ESCB.

Na 9. zasadaní Sociálneho dialógu ESCB sa zúčastnili zástupcovia zamestnancov národných centrálnych bánk siedmich nových členských štátov EÚ. Účastníci potvrdili záujem o proces integrácie v ESCB vo všeobecnosti, a najmä o vlastnú účasť na Sociálnom dialógu ESCB. ECB vyzvala národné centrálné banky zo všetkých nových členských krajín, aby podporovali účasť zástupcov zamestnancov v Sociálnom dialógu ESCB.

Hlavným bodom programu 9. a 10. zasadania Sociálneho dialógu ESCB bol TARGET2, výroba bankoviek a monitorovanie Akčného plánu finančných služieb. Diskutovalo sa o všeobecnejších témach, napr. o spôsoboch vybudovania delenej identity a posilnení spolupráce na báze spoločných princípov. ECB zdôraznila, že ESCB je zaviazaný poskytovať služby centrálnych bánk na vysokej kvalitatívnej úrovni pri najnižších možných nákladoch, čo si však vyžaduje účinný a efektívny prístup. Účastníci boli tiež informovaní o tom, že Rada guvernérov prijala vyhlásenie o poslaní, strategické zámery a organizačné princípy Eurosystemu. Predstavitelia zamestnancov zdôraznili dôležitosť svojej účasti na rozvíjaní týchto otázok, ako aj dôležitosť rešpektovania kultúrnych rozdielov medzi centrálnymi bankami. Na 10. zasadaní Sociálneho dialógu ESCB potvrdili ECB a zástupcovia zamestnancov význam tohto jedinečného poradného fóra.

4. ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB

SPRÁVA VEDENIA O ČINNOSTI V ROKU KONČIACOM 31. DECEMBRA 2004

1. HLAVNÉ ČINNOSTI

Činnosť banky v roku 2004 je podrobne opísaná v jednotlivých kapitolách výročnej správy.

2. ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA

Podľa článku 26 ods. 2 Štatútu ESCB zostavuje ročnú účtovnú závierku ECB Výkonná rada v súlade so zásadami stanovenými Radou guvernérov. Po schválení Radou guvernérov sa závierka zverejňuje.

3. VÝSLEDKY HOSPODÁRENIA

Ročná účtovná závierka ECB za rok končiaci 31. decembra 2004 (strana 180 až 195) vykazuje čistú stratu vo výške 1 636 mil. EUR (v porovnaní s čistou stratou vo výške 477 mil. EUR za rok 2003). Podobne ako v predchádzajúcom roku, strata vyplýva predovšetkým z pokračujúcej apreciácie vonkajšej hodnoty eura, ktorá mala za následok zníženie hodnoty (v eurách) aktív ECB v amerických dolároch. Čistá strata je uvedená po zohľadnení všetkých príjmov ECB vrátane výnosov vo výške 733 mil. EUR z bankoviek v obehu. Úrokové výnosy ECB boli v roku 2004 aj naďalej ovplyvňované historicky nízkou úrovňou domácich a zahraničných úrokových sadzieb.

Keďže väčšina aktív a pasív ECB sa pravidelne preceňuje podľa aktuálnych trhových výmenných kurzov a cien cenných papierov, ziskovosť ECB vo veľkej miere závisí od kurzových pohybov a v menšej miere aj od úrokových rizík. Tieto riziká vyplývajú predovšetkým z veľkého objemu devízových rezerv Eurosystemu v držbe ECB, ktoré sa investujú do úročených nástrojov.

Harmonizované účtovné pravidlá ECB a Eurosystemu, ktoré sú opísané v poznámkach k ročnej účtovnej závierke, boli vypracované s cieľom zohľadniť tieto podstatné riziká a vychádzajú predovšetkým zo zásady obozretnosti. Ich hlavným cieľom je zabezpečiť, aby sa nerealizované zisky z precenenia aktív

a pasív nevykazovali ako príjem, t. j. aby neboli rozdeliteľné ako zisk. Nerealizované straty z precenenia sa na konci roka naopak účtujú ako náklady na účte ziskov a strát.

Prevažná časť devízových rezerv ECB je vedená v amerických dolároch, ale určitú časť z nich tvoria i japonské jeny, zlato a osobitné práva čerpania (SDR). Kurz eura posilnil voči americkému doláru z 1,2630 USD 31. decembra 2003 na 1,3621 USD 31. decembra 2004 (o približne 8 %) a v menšej miere aj voči japonskému jenu. Výsledkom precenenia čistej pozície v týchto menách bolo preto zníženie jej hodnoty vyjadrenej v eurách o 2,1 mld. EUR.

Ku koncu roka 2004 mala ECB 1 309 zamestnancov (vrátane 131 v manažérskych funkciách), ku koncu roka 2003 to bolo 1 213 zamestnancov. Na zvýšenie počtu zamestnancov v roku 2004 malo vplyv predovšetkým rozšírenie EÚ. Podrobnejšie informácie nájdete v kapitole 8, časti 2 „Organizačný rozvoj“ výročnej správy a v ročnej účtovnej závierke v časti „Poznámky k výkazu ziskov a strát“.

Celkové administratívne náklady ECB vrátane odpisov sa zvýšili o 18 % z 316 mil. EUR v roku 2003 na 374 mil. EUR v roku 2004. Hlavným dôvodom nárastu tejto položky bolo zvýšenie záväzkov ECB voči penzijnému fondu na základe výpočtu aktuára, ktoré podstatnou mierou prispelo k zvýšeniu personálnych nákladov zo 130 mil. EUR na 161 mil. EUR. Funkčné požitky členov Výkonnej rady ECB dosiahli v roku 2004 spolu 2,1 mil. EUR (2,0 mil. EUR v roku 2003).

Investície do investičného majetku predstavovali približne 90 mil. EUR. Hlavnú časť (približne 61 mil. EUR) tvorila kapitalizácia nákladov na pozemok pre nové sídlo ECB po uhradení konečnej platby.

Financovanie straty ECB vykázanej za rok 2004

V súlade s ustanoveniami článku 33 ods. 2 Štatútu ESCB Rada guvernérov dňa 11. marca 2005 rozhodla o vyrovaní straty za rok 2004

(a) použitím celého zostatku všeobecného rezervného fondu vo výške približne 296 mil. EUR a (b) použitím menových príjmov národných centrálnych bánk vo výške približne 1 340 mil. EUR. Použitý objem menových príjmov národných centrálnych bánk dosiahol približne 15 % celkových menových príjmov Eurosystemu. Vzhľadom na to, že Rada guvernérov spôsob rozdelenia straty v zásade schválila skôr, ako národné centrálné banky uzavreli svoje ročné účtovné závierky za rok 2004, rozdelenie straty ovplyvnilo aj ich zisky za rok 2004. Každá národná centrálna banka odvieďa časť svojich menových príjmov podľa svojho váženého podielu v kľúči na upisovanie základného imania ECB.

4. ZMENY ŠTRUKTÚRY ZÁKLADNÉHO IMANIA ECB V ROKU 2004

Podľa článku 29 ods. 3 Štatútu ESCB sa kľúč, podľa ktorého národné centrálné banky upisujú základné imanie ECB, upravuje každých päť rokov. Prvá zmena po založení ECB sa uskutočnila 1. januára 2004. K druhej zmene kľúča na upisovanie základného imania ECB došlo 1. mája 2004 po vstupe desiatich nových členských štátov do Európskej únie. V rámci týchto dvoch zmien došlo k:

- (a) celkovému zníženiu vážených podielov národných centrálnych bánk krajín eurozóny v kľúči na upisovanie základného imania ECB;
- (b) s tým súvisiacemu zníženiu pohľadávok národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB z prevodu devízových rezerv do ECB pri ich vstupe do eurozóny; a
- (c) zvýšeniu podielov národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny na splatenom základnom imaní ECB po vstupe desiatich nových členských štátov do EÚ, ktoré zároveň vyplýva zo zvýšenia minimálneho percenta upísaného základného imania splateného trinástimi národnými

centrálными bankami krajín nepatriacich do eurozóny z 5 % na 7 %.

Podrobné informácie o týchto zmenách sú uvedené v poznámke 15 k ročnej účtovnej závierke.

5. INVESTIČNÉ AKTIVITY A RIADENIE RIZÍK

Portfólio devízových rezerv ECB tvoria devízové rezervy, ktoré do ECB previedli národné centrálné banky Eurosystemu v súlade s ustanoveniami článku 30 Štatútu ESCB, a výnosy z týchto rezerv. Tieto rezervy sa používajú na financovanie operácií ECB na devízovom trhu na účely stanovené v zmluve.

Portfólio vlastných zdrojov ECB zahŕňa jej investované splatené základné imanie, všeobecný rezervný fond a kumulované minulé výnosy z tohto portfólia. Portfólio slúži ako rezerva ECB na krytie prípadných strát.

Investičné aktivity ECB a riadenie súvisiacich rizík sú podrobnejšie opísané v kapitole 2 výročnej správy.

6. RIADENIE ECB

Informácie týkajúce sa riadenia ECB uvádza kapitola 8 výročnej správy.

7. ZAMESTNANCI

Informácie o stratégii riadenia ľudských zdrojov a ďalšie informácie o počte zamestnancov nájdete v kapitole 8 výročnej správy.

SÚVAHA K 31. DECEMBRU 2004

AKTÍVA	POZN.	2004 EUR	2003 EUR
Zlato a pohľadávky v zlate	1	7 928 308 842	8 145 320 117
Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene	2		
Pohľadávky voči MMF		163 794 845	211 651 948
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné pôžičky a ostatné zahraničné aktíva		26 938 993 980	28 593 384 857
		27 102 788 825	28 805 036 805
Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene	2	2 552 016 565	2 799 472 504
Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách	3		
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a pôžičky		87 660 507	474 743 402
Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách	4	25 000	25 000
Pohľadávky v rámci Eurosystemu	5		
Pohľadávky súvisiace s priradením eurobankoviek v rámci Eurosystemu		40 100 852 165	34 899 471 205
Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)		3 410 918 324	4 599 894 403
		43 511 770 489	39 499 365 608
Ostatné aktíva	6		
Hmotný investičný majetok		187 318 304	128 911 950
Ostatné finančné aktíva		6 428 319 567	5 573 756 258
Príjmy a náklady budúcich období		770 894 480	590 646 023
Ostatné		6 933 022	37 791 421
		7 393 465 373	6 331 105 652
Strata za účtovný rok		1 636 028 702	476 688 785
Aktíva spolu		90 212 064 303	86 531 757 873

PASÍVA	POZN.	2004 EUR	2003 EUR
Bankovky v obehu	7	40 100 852 165	34 899 471 205
Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách	9	137 462 706	146 867 501
Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene	10	4 967 080	0
Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene Vklady, zostatky a ostatné záväzky	10	1 254 905 957	1 452 432 822
Závazky v rámci Euro systému Závazky z prevodu devízových rezerv	11	39 782 265 622	40 497 150 000
Ostatné pasíva	12		
Výdavky a výnosy budúcich období		1 136 708 542	1 162 299 071
Ostatné		327 802 782	174 890 973
		1 464 511 324	1 337 190 044
Rezervy	13	110 636 285	87 195 777
Účty precenenia	14	1 921 117 190	2 176 464 065
Základné imanie a rezervné fondy	15		
Základné imanie		4 089 277 550	4 097 229 250
Rezervný fond		296 068 424	772 757 209
		4 385 345 974	4 869 986 459
Pasíva spolu		90 212 064 303	86 531 757 873

VÝKAZ ZISKOV A STRÁT ZA ROK KONČIACI 31. DECEMBRA 2004

	POZN.	2004 EUR	2003 EUR
Úrokové výnosy z devízových rezervných aktív		422 418 698	541 294 375
Úrokové výnosy z pridelovania eurobankoviek v rámci Eurosystemu		733 134 472	698 245 187
Ostatné úrokové výnosy		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Úročenie pohľadávok NCB z prevedených devízových rezerv		(693 060 433)	(807 683 148)
Ostatné úrokové náklady		(1 229 369,015)	(1 166 693 660)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
Čisté úrokové výnosy	18	689 773 910	715 126 677
Realizované zisky/straty z finančných operácií	19	136 045 810	525 260 622
Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií	20	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Tvorba a použitie rezerv na kurzové a cenové riziká		0	2 568 708 838
Čistý výsledok finančných operácií, zníženia hodnoty a rezerv na krytie rizík		(1 957 239 299)	(878 720 100)
Čisté náklady na poplatky a provízie	21	(261 517)	(63 466)
Ostatné výnosy	22	5 956 577	2 911 280
Celkové čisté výnosy		(1 261 770 329)	(160 745 609)
Personálne náklady	23 a 24	(161 192 939)	(129 886 988)
Administratívne náklady	25	(176 287 651)	(153 549 282)
Odpisy hmotného investičného majetku		(33 655 824)	(30 410 140)
Služby súvisiace s výrobou bankoviek	26	(3 121 959)	(2 096 766)
Strata za účtovný rok		(1 636 028 702)	(476 688 785)

Frankfurt nad Mohanom 4. marca 2005

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Jean-Claude Trichet
prezident

ÚČTOVNÉ PRAVIDLÁ¹

PODOBA A PREZENTÁCIA FINANČNÝCH VÝKAZOV

Finančné výkazy Európskej centrálnej banky (ECB) sú navrhnuté tak, aby verne odrážali stav hospodárenia ECB a výsledky jej činnosti. Boli zostavené v súlade s nasledujúcimi účtovnými pravidlami², ktoré podľa Rady guvernérov ECB zodpovedajú povahe činnosti centrálnej banky.

ÚČTOVNÉ ZÁSADY

Platia nasledujúce účtovné zásady: ekonomická realita a transparentnosť, obozretnosť, zohľadnenie udalostí po dni zostavenia súvahy, významnosť, metóda časového rozlíšenia, zásada kontinuity podniku, konzistentnosť a porovnateľnosť.

ZÁKLAD ÚČTOVANIA

Účty sa zostavujú na základe obstarávacích nákladov, pričom obchodovateľné cenné papiere, zlato a všetky ostatné súvahové a podsúvahové aktíva a pasíva v cudzej mene sa oceňujú v trhovej cene. Obchody s finančnými aktívami a pasívami sa v účtoch vykazujú podľa dátumu vypořádania.

ZLATO A AKTÍVA A PASÍVA V CUDZEJ MENE

Aktíva a pasíva v cudzej mene sa prevádzajú na eurá kurzom platným v deň zostavenia súvahy. Výnosy a náklady sa prepočítavajú kurzom platným v deň uzavretia obchodu. Devízové aktíva a pasíva sa preceňujú pre každú menu zvlášť. To platí pre súvahové i podsúvahové nástroje.

Precenenie aktív a pasív v cudzej mene na trhovú hodnotu sa uskutočňuje oddelene od kurzového precenenia.

Zlato sa oceňuje v bežnej trhovej cene na konci roka. Pri preceňovaní zlata sa nerozlišujú cenové a kurzové rozdiely. Zlato sa oceňuje jednorazovo na základe ceny za uncu čistého zlata v eurách stanovenej podľa kurzu eura voči americkému doláru platného 31. decembra 2004.

CENNÉ PAPIERE

Všetky obchodovateľné cenné papiere a podobné aktíva sa oceňujú jednotlivo strednou trhovou cenou platnou ku dňu zostavenia súvahy. Za

rok končiaci 31. decembra 2004 boli použité stredné trhové ceny platné 30. decembra 2004. Neobchodovateľné cenné papiere sa oceňujú v obstarávacích nákladoch.

ÚČTOVANIE VÝNOSOV

Výnosy a náklady sa účtujú v období, v ktorom vznikli. Realizované zisky a straty z predaja devíz, zlata a cenných papierov sa prevádzajú na účet ziskov a strát. Takéto realizované zisky a straty sa počítajú na základe priemernej obstarávacej ceny príslušného aktíva.

Nerealizované zisky sa nevykazujú ako výnosy, ale prevádzajú sa priamo na účet precenenia.

Nerealizované straty sa vykazujú na účte ziskov a strát, ak prekročujú predchádzajúce zisky z precenenia vedené na príslušnom účte precenenia. Nerealizované straty z určitého cenného papiera, meny alebo zlata sa nezapočítavajú voči nerealizovaným ziskom z ostatných cenných papierov, mien alebo zlata. V prípade nerealizovanej straty z niektorej položky ku koncu roka sa priemerná obstarávacia cena tejto položky znižuje na úroveň koncoročného výmenného kurzu, resp. trhovej ceny.

Emisné ážii a disáží cenných papierov sa počítajú a vykazujú ako súčasť úrokových výnosov a odpisujú sa v priebehu zostávajúcej životnosti týchto aktív.

REVERZNÉ OBCHODY

Pri dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere predávajú za hotovosť pod podmienkou spätného odkúpenia za stanovenú cenu k určitému budúcemu dátumu. Takéto dohody o spätnom odkúpení sa evidujú v súvahe na strane pasív a zároveň vedú k vzniku úrokových nákladov na účte ziskov a strát. Cenné papiere predané v rámci takýchto dohôd sú ďalej vedené v súvahe ECB.

1 Podrobné účtovné pravidlá ECB sú stanovené v rozhodnutí Rady guvernérov ECB z 5. decembra 2002 (ECB/2002/11), Ú. v. L 58, 3.3.2003, s. 38–59.

2 Tieto pravidlá sú v súlade s ustanoveniami článku 26 ods. 4 Štatútu ESCB, ktorý vyžaduje harmonizáciu pravidiel účtovania a vykazovania operácií Eurosystému.

Pri reverznej dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere nakupujú za hotovosť pod podmienkou spätného predaja zmluvnej strane za stanovenú cenu k určitému budúcemu dátumu. Tieto dohody o predaji sa vykazujú v súvahe na strane aktív, ale nezahŕňajú sa medzi cenné papiere v držbe ECB, a vedú k vzniku úrokových výnosov na účte ziskov a strát.

Reverzné obchody (vrátane pôžičiek cenných papierov) uzavreté v rámci automatického programu požičiavania cenných papierov sa v súvahe evidujú len vtedy, ak má ECB počas doby trvania obchodu hotovostnú zábezpeku. V roku 2004 ECB žiadne hotovostné zábezpeky po dobu trvania takýchto obchodov neprijala.

PODSÚVAHOVÉ NÁSTROJE

Menové nástroje, konkrétne devízové termínované obchody, termínované časti devízových swapov a ostatné menové nástroje, pri ktorých ide o výmenu jednej meny za inú k budúcemu dátumu, sa na účely výpočtu devízových ziskov a strát zahŕňajú do čistej devízovej pozície. Úrokové nástroje sa preceňujú jednotlivo. Nesplatené pozície z úrokových futures sa evidujú na podsúvahových účtoch. Denné zmeny prípustnej odchýlky sa vykazujú na účte ziskov a strát.

UDALOSTI PO DNI ZOSTAVENIA SÚVAHY

V údajoch o aktívach a pasívach sú zohľadnené udalosti, ktoré nastanú medzi dňom ročnej súvahy a dňom schválenia účtovnej závierky Radou guvernérov ECB, ak takéto udalosti významným spôsobom ovplyvňujú stav aktív a pasív ku dňu zostavenia súvahy.

ZOSTATKY V RÁMCI ESCB/ZOSTATKY V RÁMCI EUROSYSTÉMU

Pod obchodmi v rámci ESCB sa rozumejú cezhraničné obchody medzi dvomi centrálnymi bankami krajín EÚ. Tieto obchody sa spracúvajú predovšetkým prostredníctvom systému TARGET – Transeuropean Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase) (kapitola 2) – a vykazujú sa ako

dvojstranné zostatky na účtoch vedených medzi centrálnymi bankami krajín EÚ zapojenými do systému TARGET. Tieto zostatky sa potom denne postupujú ECB, pričom každá národná centrálna banka má nakoniec len jednu čistú bilaterálnu pozíciu voči ECB. Táto pozícia v účtovníctve ECB predstavuje čistú pohľadávku, resp. záväzok každej národnej centrálnej banky voči zvyšku ESCB.

Zostatky národných centrálnych bánk vedené v ECB v rámci ESCB (s výnimkou základného imania ECB a pozícií vyplývajúcich z devízových rezerv prevedených do ECB) sa označujú ako pohľadávky a záväzky v rámci Eurosystému a v súvahe ECB sa vykazujú ako jedna čistá aktívna alebo pasívna pozícia.

Zostatky v rámci Eurosystému, ktoré sú výsledkom prideľovania eurobankoviek v rámci Eurosystému, sa vykazujú ako jedno čisté aktívum v položke „Pohľadávky súvisiace s prideľovaním eurobankoviek v rámci Eurosystému“ (pozri „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zostatky národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank a Bank of England) vedené v ECB v rámci ESCB sa vykazujú v položke „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“.

ÚČTOVANIE INVESTIČNÉHO MAJETKU

Investičný majetok, s výnimkou pozemkov, sa oceňuje v obstarávacej cene zníženej o odpisy. Pozemky sa oceňujú v obstarávacej cene. Odpisy sú rovnomerné a odpisovanie sa začína v štvrtí roku nasledujúcom po nadobudnutí aktíva a je rozložené na dobu jeho predpokladanej ekonomickej životnosti nasledovne:

Počítače, súvisiaci hardvér a softvér a motorové vozidlá	4 roky
Zariadenie, nábytok a vybavenie budov	10 rokov
Kapitalizované výdavky na budovy a renováciu	25 rokov
Investičný majetok s obstarávacou cenou nižšou ako 10 000 EUR	odpísaný v roku nadobudnutia

Doba odpisovania kapitalizovaných výdavkov na budovy a renováciu spojených s existujúcimi objektmi ECB bola skrátaná tak, aby tieto aktíva boli odpísané v plnej výške predtým, ako sa ECB presťahuje do svojho konečného sídla.

SYSTÉM DÔCHODKOVÉHO POISTENIA ECB

Aktíva tohto systému, ktorého jediným účelom je poskytovať dôchodkové poistenie svojim účastníkom a ich závislým osobám, sú zahrnuté medzi ostatné aktíva ECB a sú uvedené osobitne v poznámkach k súvahe. Zisky a straty z ocenenia aktív fondu dôchodkového poistenia sa vykazujú ako výnosy, resp. náklady systému dôchodkového poistenia v roku, keď vzniknú. Plnenie z hlavného účtu dôchodkového poistenia, ktorý je tvorený príspevkami ECB, je zaručené na minimálnej úrovni zodpovedajúcej stanovenej výške príspevkov.

BANKOVKY V OBEHU

Eurobankovky vydáva ECB a 12 národných centrálnych bánk krajín eurozóny, ktoré spolu tvoria Eurosystem.³ Celková hodnota eurobankoviek v obehu sa rozdeľuje medzi centrálnu banku Eurosystemu v posledný pracovný deň každého mesiaca podľa kľúča na prideľovanie bankoviek.⁴ ECB bolo pridelených 8 % z celkovej hodnoty eurobankoviek v obehu, ktoré sú vykázané v súvahe v položke pasív „Bankovky v obehu“. Podiel ECB na celkovej emisii eurobankoviek je krytý pohľadávkami voči národným centrálnym bankám. Tieto úročené pohľadávky⁵ sa vykazujú v podpoložke „Pohľadávky v rámci Eurosystemu: pohľadávky súvisiace s prideľovaním eurobankoviek v rámci Eurosystemu“ (pozri „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Úrokové výnosy z týchto pohľadávok sú zahrnuté do položky „Čisté úrokové výnosy“. Rada guvernérov rozhodla, že tento výnos sa bude osobitne rozdeľovať národným centrálnym bankám formou predbežných výplat vždy po skončení štvrtroka.⁶ Podiely sa budú vyplácať v plnej výške, pokiaľ nebude čistý zisk ECB za daný rok nižší ako jej výnosy z eurobankoviek v obehu, a za predpokladu, že Rada guvernérov nerozhodne o znížení tohto výnosu v dôsledku

nákladov ECB spojených s vydávaním eurobankoviek a manipuláciou s nimi.

OSTATNÉ

Vzhľadom na úlohu ECB ako centrálnej banky Výkonná rada ECB zastáva názor, že zverejnenie výkazu peňažných tokov by čitateľom účtovnej závierky neposkytlo žiadne ďalšie relevantné informácie.

V súlade s článkom 27 Štatútu ESCB a na základe odporúčania Rady guvernérov ECB Rada Európskej únie schválila vymenovanie KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft za externého audítora ECB na dobu piatich rokov do konca účtovného roka 2007.

3 Rozhodnutie ECB zo 6. decembra 2001 o vydávaní eurobankoviek (ECB/2001/15), Ú. v. L 337, 20.12.2001, s. 52–54 v znení zmien a dodatkov rozhodnutí ECB/2003/23, Ú. v. L 9, 15.1.2004, s. 40–41 a ECB/2004/9, Ú. v. L 205, 9.6.2004, s. 17–18.

4 „Kľúč na prideľovanie bankoviek“ určuje percentuálny podiel ECB na základe jej podielu na celkovej emisii eurobankoviek, pričom podiely národných centrálnych bánk určuje na základe kľúča na upisovanie základného imania.

5 Rozhodnutie ECB zo 6. decembra 2001 o rozdeľovaní menových príjmov národných centrálnych bánk účastníckych členských štátov z účtovného roka 2002 (ECB/2001/16), Ú. v. L 337, 20.12.2001, s. 55–61 v znení zmien a dodatkov rozhodnutia ECB/2003/22, Ú. v. L 9, 15.1.2004, s. 39.

6 Rozhodnutie ECB z 21. novembra 2002 o rozdeľovaní príjmu Európskej centrálnej banky z eurobankoviek v obehu medzi národné centrálnu banku účastníckych členských štátov (ECB/2002/9), Ú. v. L 323, 28.11.2002, s. 49–50.

POZNÁMKY K SÚVAHE

1. ZLATO A POHLADÁVKY V ZLATE

ECB drží 24,7 mil. uncí čistého zlata (24,7 mil. uncí v roku 2003). V roku 2004 sa neuskutočnili žiadne transakcie so zlatom. Zmena v stave tejto súvahovej položky oproti roku 2003 bola spôsobená jej precenením na konci roka (pozri „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

2. POHLADÁVKY VOČI NEREZIDENTOM A REZIDENTOM EUROZÓNY V CUDZEJ MENE

Pohľadávky voči MMF

Toto aktívum predstavuje zvláštne práva čerpania (SDR) v držbe ECB k 31. decembru 2004. Je výsledkom obojstrannej dohody o kúpe a predaji SDR s Medzinárodným menovým fondom (MMF), na základe ktorej je MMF oprávnený organizovať nákup a predaj SDR za eurá v mene ECB v rámci stanoveného minimálneho a maximálneho objemu. Zvláštne práva čerpania sa definujú pomocou koša mien. Ich hodnota sa určuje ako vážený súčet výmenných kurzov štyroch hlavných mien (eura, japonského jenu, anglickej libry a amerického dolára). V účtovníctve sa SDR považuje za cudziu menu (pozri „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné pôžičky a ostatné zahraničné aktíva *Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene*

Tieto pohľadávky sa skladajú zo zostatkov v bankách, pôžičiek v cudzej mene a investícií do cenných papierov v amerických dolároch a japonských jenoch:

<i>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny</i>	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Bežné účty	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Vklady na peňažnom trhu	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Investície do cenných papierov	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
Spolu	26 938 993 980	28 593 384 857	(1 654 390 877)

<i>Pohľadávky voči rezidentom eurozóny</i>	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Bežné účty	26 506	26 740	(234)
Vklady na peňažnom trhu	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	4 967 080	0	4 967 080
Spolu	2 552 016 565	2 799 472 504	(247 455 939)

Pokles stavu týchto položiek v roku 2004 bol spôsobený predovšetkým koncoročným precenením aktív ECB denominovaných v USD. Oslabenie amerického dolára a, v menšej miere, japonského jenu voči euru viedlo k podstatnému poklesu ich hodnoty v eurách (pozri „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ a „Účtovanie výnosov“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

3. POHLADÁVKY VOČI NEREZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

K 31. decembru 2004 tieto pohľadávky pozostávali z vkladov v bankách mimo eurozóny.

4. OSTATNÉ POHLADÁVKY VOČI ÚVEROVÝM INŠTITÚCIÁM EUROZÓNY V EURÁCH

K 31. decembru 2004 túto pohľadávku tvoril jeden vklad v banke so sídlom v eurozóne.

5. POHĽADÁVKY V RÁMCI EUROSISTÉMU

Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurobankoviek v rámci Eurosistému

Táto položka sa skladá z pohľadávok ECB voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny súvisiacich s pridelovaním eurobankoviek v rámci Eurosistému (pozri „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Ostatné pohľadávky v rámci Eurosistému (čisté)

Táto položka sa skladá zo zostatkov národných centrálnych bánk krajín eurozóny v rámci systému TARGET voči ECB a z pohľadávok z predbežných výplat príjmov ECB z bankoviek. K 31. decembru 2004 pohľadávky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny z predbežných výplat príjmov ECB z bankoviek predstavovali 536 mil. EUR. Ide o predbežné výplaty tohto príjmu národným centrálnym bankám krajín eurozóny za prvé tri štvrtroky roka 2004, ktoré boli následne odvolané (pozri „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámku 18 v poznámkach k výkazu ziskov a strát).

	2004 EUR	2003 EUR
Pohľadávky voči NCB krajín eurozóny v rámci systému TARGET	64 024 554 579	49 646 309 854
Závazky voči NCB krajín eurozóny v rámci systému TARGET	(61 149 859 140)	(45 579 175 620)
Čistá pozícia v rámci systému TARGET	2 874 695 439	4 067 134 234
Pohľadávky/závazky voči NCB krajín eurozóny z predbežných výplat príjmov ECB z bankoviek	536 222 885	532 760 169
Ostatné pohľadávky v rámci Eurosistému (čisté)	3 410 918 324	4 599 894 403

6. OSTATNÉ AKTÍVA

Hmotný investičný majetok

K 31. decembru 2004 tieto aktíva tvoria nasledujúce hlavné položky:

	Čistá účtovná hodnota k 31. decembru 2004 EUR	Čistá účtovná hodnota k 31. decembru 2003 EUR	Zmena EUR
Pozemky a budovy	135 997 016	54 929 962	81 067 054
Počítače	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Zariadenie, nábytok, vybavenie budov a motorové vozidlá	3 809 292	2 149 813	1 659 479
Nedokončené aktíva	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Ostatný investičný majetok	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
Spolu	187 318 304	128 911 950	58 406 354

Hlavný nárast v položke „Pozemky a budovy“ súvisí s:

(a) nadobudnutím pozemku pre konečné sídlo ECB. Minimálna kúpna cena bola na základe vopred určenej rozlohy objektu stanovená na 61,4 mil. EUR, splatná po častiach najneskôr do 31. decembra 2004, keď vlastnícke právo malo prejsť na ECB. Táto suma už bola plne splatená a preto je zahrnutá v položke „Pozemky a budovy“; a s

(b) preradením kapitalizovaných nákladov na renováciu tretieho objektu ECB z kategórie „Nedokončené aktíva“ po uvedení tohto objektu do prevádzky.

Ostatné finančné aktíva

Túto položku tvoria nasledujúce hlavné zložky:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Cenné papiere v eurách	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách	869 977 933	167 100 400	702 877 533
Pohľadávky súvisiace s fondom dôchodkového poistenia ECB	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Ostatné finančné aktíva	38 875 639	38 875 737	(98)
Spolu	6 428 319 567	5 573 756 258	854 563 309

(a) Cenné papiere v eurách a reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách predstavujú

investície vlastných zdrojov ECB (pozri aj poznámku 12).

(b) Investičné portfóliá fondu dôchodkového poistenia ECB sú ocenené na 120,2 mil. EUR (91,7 mil. EUR v roku 2003). Tieto aktíva predstavujú investície kumulovaných príspevkov ECB a zamestnancov ECB k 31. decembru 2004, ktoré spravuje externý správca fondu. Pravidelné príspevky ECB a účastníkov systému dôchodkového poistenia sa investujú mesačne. Aktíva tohto systému sa nesmú zlučovať s ostatnými finančnými aktívami ECB a čisté výnosy z týchto aktív nie sú výnosmi ECB, ale po vyplatení dôchodkov sa reinvestujú do príslušných fondov. Externý správca fondu oceňuje aktíva fondu dôchodkového poistenia na základe trhových cien na konci roka.

(c) ECB má 3 000 akcií v Banke pre medzinárodné zúčtovanie (BIS), ktoré sú vykázané v obstarávacej cene 38,5 mil. EUR.

Príjmy a náklady budúcich období

V roku 2004 táto položka obsahovala časovo rozlíšené úroky vo výške 197 mil. EUR (165 mil. EUR v roku 2003) z pohľadávok ECB súvisiacich s prideľovaním eurobankoviek v rámci Euro systému v poslednom štvrtroku (pozri „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zvyšok tejto položky tvoria predovšetkým časovo rozlíšené úroky z cenných papierov a ostatných finančných aktív.

Ostatné

V roku 2004 túto položku tvorila predovšetkým pohľadávka voči nemeckému ministerstvu financií z titulu vrátenia dane z pridanej hodnoty a ostatných zaplatených nepriamych daní. Tieto dane sa vracajú v zmysle ustanovení článku 3 protokolu o výsadách a imunitách Európskych spoločenstiev, ktorý sa vzťahuje na ECB na základe článku 40 Štatútu ESCB.

7. BANKOVKY V OBEHU

Táto položka pozostáva z podielu ECB na celkovom objeme eurobankoviek v obehu (pozri „Bankovky v obehu“ v poznámkach o účtovných pravidlách).

8. ZÁVÄZKY VOČI OSTATNÝM REZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

Túto položku tvoria vklady členov Euro Banking Association (EBA), ktoré Európskej centrálnej banke slúžia ako zábezpeka za platby EBA zúčtované prostredníctvom systému TARGET.

9. ZÁVÄZKY VOČI NEREZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

Tieto záväzky predstavujú predovšetkým zostatky národných centrálnych bánk krajín mimo eurozóny vedené v ECB, ktoré vyplývajú z transakcií spracovaných prostredníctvom systému TARGET (pozri „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Euro systému“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

10. ZÁVÄZKY VOČI REZIDENTOM A NEREZIDENTOM EUROZÓNY V CUDZEJ MENE

Ide o nasledujúce záväzky z dohôd o spätnom odkúpení uzavretých s rezidentmi a nerezidentmi eurozóny v súvislosti so správou devízových rezerv ECB:

Záväzky voči rezidentom eurozóny	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Dohody o spätnom odkúpení	4 967 080	0	4 967 080

Záväzky voči nerezidentom eurozóny	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Dohody o spätnom odkúpení	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

11. ZÁVÄZKY V RÁMCI EUROSYSTÉMU

Túto položku tvoria záväzky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny, ktoré vznikli z prevodu devízových rezerv do ECB. Tieto záväzky sú vedené v eurách v hodnote stanovenej v čase prevodu. Sú úročené aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu upravenou tak, aby zohľadňovala nulovú návratnosť zložky zlata (pozri poznámku 18 v časti „Poznámky k výkazu ziskov a strát“).

V dôsledku zníženia vážených podielov národných centrálnych bánk krajín eurozóny v kľúči na upisovanie základného imania ECB 1. januára 2004 a následnej zmeny tohto kľúča 1. mája 2004 (pozri poznámku 15) došlo na základe rozhodnutí Rady guvernérov podľa článku 30 ods. 3 Štatútu ESCB k zníženiu pôvodného celkového záväzku v dvoch krokoch zo 40 497 150 000 EUR na 39 782 265 622 EUR. Cieľom tejto úpravy bolo vytvoriť potrebný priestor na to, aby národné centrálné banky, ktoré v budúcnosti vstúpia do Eurosystemu, mohli v plnej výške previesť svoje devízové rezervy v pomere k ich aktuálnemu podielu v kľúči na upisovanie základného imania ECB. Zníženie tohto záväzku v eurách si nevyžadovalo spätné prevody devízových rezerv medzi ECB a národnými centrálnymi bankami.

	Do 31. decembra 2003 EUR	Od 1. januára do 30. apríla 2004 EUR	Od 1. mája 2004 EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Bank of Greece	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Banco de España	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Banque de France	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Banca d'Italia	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	74 600 000	85 400 000	87 254 014
De Nederlandsche Bank	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Banco de Portugal	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698 500 000	714 900 000	717 118 926
Spolu	40 497 150 000	39 819 200 000	39 782 265 622

12. OSTATNÉ PASÍVA

Túto položku tvoria najmä úroky splatné národným centrálnym bankám z ich pohľadávok z prevedených devízových rezerv (pozri poznámku 11). Záväzky ECB voči penzijnému fondu vrátane rezervy vytvorenej na základe správy aktuára (pozri poznámku 13) predstavuje 148,8 mil. EUR (100,6 mil. EUR v roku 2003). Súčasťou tohto zostatku sú aj ďalšie položky časového rozlíšenia a nevysporiadané dohody o spätnom odkúpení v objeme 200 mil. EUR uskutočnené v súvislosti so správou vlastných zdrojov ECB (pozri poznámku 6).

13. REZERVY

Táto položka zahŕňa rezervy na dôchodky a výdavky na tovary a služby a tiež primeranú rezervu na krytie zmluvného záväzku ECB, podľa ktorého musí po vyprázdnení terajších priestorov a presťahovaní sa do svojho konečného sídla vrátiť terajšie priestory do pôvodného stavu.

14. ÚČTY PRECENENIA

Tieto účty predstavujú rezervy z precenenia vyplývajúce z nerealizovaných ziskov z aktív a pasív.

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Zlato	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Cudzia mena	0	1 901	(1 901)
Cenné papiere	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
Spolu	1 921 117 190	2 176 464 065	(255 346 875)

15. ZÁKLADNÉ IMANIE A REZERVNÉ FONDY

Základné imanie

(a) Zmeny kľúča na upisovanie základného imania ECB

Podľa článku 29 ods. 3 Štatútu ESCB sa kľúč, podľa ktorého národné centrálné banky upisujú základné imanie ECB, upravuje každých päť rokov. Prvá zmena po založení ECB sa uskutočnila 1. januára 2004. K druhej zmene kľúča na upisovanie základného imania ECB došlo 1. mája 2004 po vstupe desiatich nových členských štátov do Európskej únie. Na základe rozhodnutia Rady z 15. júla 2003 o štatistických údajoch, ktoré sa majú použiť na určenie kľúča na upisovanie základného imania ECB, sa 1. januára 2004 a 1. mája 2004 v zložení kľúča uskutočnili nasledujúce zmeny:

	Do 31. decembra 2003 %	Od 1. januára do 30. apríla 2004 %	Od 1. mája 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
NCB krajín eurozóny spolu	80,9943	79,6384	71,4908
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/Bank Centrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
NCB krajín mimo eurozóny spolu	19,0057	20,3616	28,5092
NCB krajín eurozóny a NCB krajín mimo eurozóny spolu	100,0000	100,0000	100,0000

(b) Základné imanie ECB

V dôsledku celkového zníženia vážených podielov národných centrálnych bánk krajín eurozóny (ktoré svoj podiel plne splatili) v kľúči na upísovanie základného imania ECB vo výške 5 mld. EUR o 1,3559 % sa ich podiel na upísanom základnom imaní ECB 1. januára 2004 znížil zo 4 049 715 000 EUR na celkových 3 981 920 000 EUR. Tento podiel sa po vstupe desiatich nových členských štátov do EÚ dňa 1. mája 2004 ešte znížil na 3 978 226 562 EUR.

V súlade s článkom 49 ods. 3 štatútu ESCB, ktorý bol do štatútu doplnený Zmluvou o prístupí, sa upísané základné imanie ECB automaticky zvýši pri vstupe nového štátu do EÚ a vstupe jeho národnej centrálnej banky do ESCB. Veľkosť navýšenia sa určí vynásobením súčasnej výšky upísaného základného imania (t. j. 5 mld. EUR) a pomeru vážených podielov prístupujúcich národných centrálnych bánk k váženým podielom národných centrálnych bánk, ktoré už sú členmi ESCB, v rámci rozšíreného kľúča na upísovanie základného imania. Upísané základné imanie ECB sa teda 1. mája 2004 zvýšilo na 5,565 mld. EUR.

Národné centrálné banky trinástich členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny musia splatiť určité minimálne percento z ich upísaného základného imania ako príspevok na krytie prevádzkových nákladov ECB. Toto percento sa 1. mája 2004 zvýšilo z 5 % na 7 %. K 1. máju 2004 dosiahol tento príspevok spolu s podielom národných centrálnych bánk desiatich nových členských štátov nepatriacich do eurozóny výšku 111 050 988 EUR. Na rozdiel od národných centrálnych bánk krajín eurozóny nemajú národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny nárok na podiel na rozdeliteľnom zisku ECB, ani na výnosoch z prideľovania eurobankoviek v rámci Eurosystemu, a nenesú zodpovednosť za vyrovnanie prípadných strát ECB.

V dôsledku týchto troch zmien výška splateného základného imania klesla zo 4 097 229 250 EUR k 31. decembru 2003 na 4 032 824 000 EUR k 1. januáru 2004 a 1. mája 2004 stúpila na 4 089 277 550 EUR. Podrobné údaje sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

	Upísané základné imanie do 31. decembra 2003 EUR	Splatené základné imanie do 31. decembra 2003 EUR	Upísané základné imanie od 1. januára do 30. apríla 2004 EUR	Splatené základné imanie od 1. januára do 30. apríla 2004 EUR	Upísané základné imanie od 1. mája 2004 ¹⁾ EUR	Splatené základné imanie od 1. mája 2004 EUR
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Deutsche Bundesbank	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Bank of Greece	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Banco de España	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Banque de France	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Banca d'Italia	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
De Nederlandsche Bank	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Banco de Portugal	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
NCB krajín eurozóny spolu	4 049 715 000	4 049 715 000	3 981 920 000	3 981 920 000	3 978 226 562	3 978 226 562

	Upísané základné imanie do 31. decembra 2003 EUR	Splatené základné imanie do 31. decembra 2003 EUR	Upísané základné imanie od 1. januára do 30. apríla 2004 EUR	Splatené základné imanie od 1. januára do 30. apríla 2004 EUR	Upísané základné imanie od 1. mája 2004 ¹⁾ EUR	Splatené základné imanie od 1. mája 2004 EUR
Česká národní banka	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Danmarks Nationalbank	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eesti Pank	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Sveriges riksbank	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Bank of England	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
NCB krajín mimo eurozóny spolu	950 285 000	47 514 250	1 018 080 000	50 904 000	1 586 442 685	111 050 988
NCB krajín eurozóny a NCB krajín mimo eurozóny spolu	5 000 000 000	4 097 229 250	5 000 000 000	4 032 824 000	5 564 669 247	4 089 277 550

1) Jednotlivé hodnoty sú zaokrúhlené na najbližšie celé euro. Prípadné nerovnosti v súčtoch sú spôsobené zaokrúhlením.

Rezervný fond

Túto položku tvorí všeobecný rezervný fond ECB vytvorený podľa článku 33 štatútu ESCB.

PODSÚVAHOVÉ NÁSTROJE

16. AUTOMATICKÝ PROGRAM POŽIČIAVANIA CENNÝCH PAPIEROV

V rámci správy vlastných zdrojov uzavrela ECB dohodu o automatickom programe požičiavania cenných papierov, v rámci ktorej poverený zástupca uzatvára v mene ECB pôžičky cenných papierov s viacerými zmluvnými stranami, ktoré ECB určí ako akceptovateľné zmluvné strany. K 31. decembru 2004 dosahovali nevysporiadané reverzné transakcie uzavreté v rámci tejto dohody 1 mld. EUR (0,4 mld. EUR v roku 2003) (pozri „Reverzné transakcie“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

17. ÚROKOVÉ FUTURES

V roku 2004 boli v rámci správy devízových rezerv ECB použité úrokové futures v cudzej mene. Nasledujúca tabuľka uvádza transakcie nevysporiadané k 31. decembru 2004 (vyjadrené v nominálnej hodnote):

	Hodnota transakcií EUR
Úrokové futures v cudzej mene	
Nákup	1 077 349 366
Predaj	91 770 061

POZNÁMKY K VÝKAZU ZISKOV A STRÁT

18. ČISTÉ ÚROKOVÉ VÝNOSY

Úrokové výnosy z devízových rezerv

Táto položka zahŕňa nasledujúce úrokové výnosy, po odpočítaní úrokových nákladov, z aktív a pasív v cudzej mene:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Úroky z bežných účtov	3 744 188	3 679 287	64 901
Výnosy z vkladov na peňažnom trhu	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Čisté výnosy z cenných papierov	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
Úrokové výnosy z devízových rezerv spolu	434 431 668	560 942 687	(126 511 019)
Úrokové náklady na bežné účty	(32 020)	(73 292)	41 272
Dohody o spätnom odkúpení	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Ostatné úrokové náklady (čisté)	(32 960)	0	(32 960)
Úrokové výnosy z devízových rezerv (čisté)	422 418 698	541 294 375	(118 875 677)

Úrokové výnosy z pridelovania eurobankoviek v rámci Euro systému

Túto položku tvoria úrokové výnosy ECB z jej 8 % podielu na celkovej emisii eurobankoviek. Pohľadávky ECB súvisiace s jej podielom na bankovkách sú úročené aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Euro systému. Tieto výnosy sa rozdeľujú medzi národné centrálné banky (ako je uvedené v časti „Bankovky v obeh“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Na základe odhadovaného výsledku hospodárenia ECB za rok končiaci 31. decembra 2004 Rada guvernérov v decembri 2004 rozhodla:

- odvolať tri predbežné štvrťročné výplaty v celkovej hodnote 536 mil. EUR, ktoré boli prevedené národným centrálnym bankám v priebehu roka;
- zadržať poslednú štvrťročnú predbežnú výplatu v hodnote 197 mil. EUR.

Úročenie pohľadávok národných centrálnych bánk z prevedených devízových rezerv

Túto položku tvoria úroky platené národným centrálnym bankám krajín eurozóny z ich pohľadávok voči ECB z devízových rezerv prevedených podľa článku 30 ods. 1 Štatútu ESCB.

Ostatné úrokové výnosy a ostatné úrokové náklady

Tieto položky zahŕňajú úrokové výnosy a náklady zo zostatkov vyplývajúcich z transakcií systému TARGET a úrokové výnosy a náklady spojené s ostatnými aktívami a pasívami vyjadrenými v eurách.

V roku 2004 bol čistý úrokový výnos aj naďalej ovplyvňovaný nízkymi úrovňami domácich a zahraničných úrokových sadzieb.

19. REALIZOVANÉ ZISKY/STRATY Z FINANČNÝCH OPERÁCIÍ

Čisté realizované zisky z finančných operácií v roku 2004:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Čisté realizované zisky z cenných papierov vyplývajúce zo zmien cien	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Čisté realizované kurzové zisky/(straty)	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
Realizované zisky z finančných operácií	136 045 810	525 260 622	(389 214 812)

20. ZNÍŽENIE HODNOTY FINANČNÝCH AKTÍV A POZÍCIÍ

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Nerealizované straty z cenných papierov vyplývajúce zo zmien cien	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Nerealizované kurzové straty	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
Spolu	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)	1 879 404 451

Tieto náklady súvisia predovšetkým so znížením hodnoty priemerných obstarávacích nákladov ECB na držbu amerických dolárov podľa koncoročného kurzu k 31. decembru 2004 v dôsledku oslabenia amerického dolára voči euru počas roka.

21. ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVÍZIE

	2004 EUR	2003 EUR	Zmena EUR
Výnosy z poplatkov a provízií	297 964	700 271	(402 307)
Náklady na poplatky a provízie	(559 481)	(763 737)	204 256
Čisté náklady na poplatky a provízie	(261 517)	(63 466)	(198 051)

Výnosy v rámci tejto položky pochádzajú predovšetkým zo sankcií uložených úverovým inštitúciám za nedodržanie povinných minimálnych rezerv. Náklady súvisia najmä s poplatkami za bežné účty a poplatkami spojenými s realizáciou úrokových futures v cudzej mene (pozri poznámku 17 v časti „Poznámky k súvahe“).

22. OSTATNÉ VÝNOSY

Rôzne ostatné výnosy počas roka pochádzajú predovšetkým z prevodu nepoužitých rezerv na administratívne náklady na účet ziskov a strát. Od roku 2004 táto položka zahŕňa aj príspevky národných centrálnych bánk desiatich nových členských štátov EÚ na miestne ročné servisné poplatky za ich lokálne pripojenie k bezpečnej informačnej infraštruktúre ESCB po ich vstupe do EÚ. Tieto náklady nesie najskôr centrálna ECB.

Národné centrálna banky budú tieto príspevky odvádzať len dovtedy, kým sa ich krajiny nestanú členmi eurozóny.

23. PERSONÁLNE NÁKLADY

Táto položka zahŕňa platy, náhrady a náklady na poistenie zamestnancov vo výške 120,0 mil. EUR (108,2 mil. EUR v roku 2003) a odvody zamestnávateľa do penzijného fondu ECB. Funkčné pôžitky členov Výkonnej rady ECB dosiahli spolu 2,1 mil. EUR (2,0 mil. EUR v roku 2003). Počas roka neboli vyplácané žiadne dôchodky bývalým členom Výkonnej rady ani ich závislým osobám. Odchádzajúcim členom Výkonnej rady boli vyplatené predbežné odmeny. Systém platov a náhrad vrátane funkčných pôžitkov predstaviteľov vrcholového manažmentu v podstate vychádza a je porovnateľný so systémom odmeňovania uplatňovaným v rámci Európskych spoločností.

Nárast tejto položky v roku 2004 je predovšetkým dôsledkom zvýšenia záväzku ECB voči penzijnému fondu na základe výpočtu aktuára (pozri aj poznámku 24).

Ku koncu roka 2004 mala ECB 1 309 zamestnancov, z toho 131 v manažérskych funkciách. Zmeny v počte zamestnancov počas roka 2004 uvádza nasledujúca tabuľka:

	2004	2003
Stav k 1. januáru	1 213	1 105
Noví zamestnanci	137	149
Ukončenie pracovného pomeru	41	41
Stav k 31. decembru	1 309	1 213
Priemerný počet zamestnancov	1 261	1 160

24. SYSTÉM DÔCHODKOVÉHO POISTENIA ECB

V súlade s pravidlami systému dôchodkového poistenia ECB sa raz za tri roky vyžaduje komplexné ocenenie aktuárom. Posledné komplexné ocenenie sa uskutočnilo k 31. decembru 2003 za predpokladu, že k tomuto dátumu odídu do dôchodku všetci zamestnanci a zanikne zamestnávanie s nárokom na dôchodok.

Penzijné náklady spojené s týmto systémom sa hodnotia na základe pokynov kvalifikovaného

aktuára. Celkové penzijné náklady ECB vrátane rezervy na invalidné dávky a dávky vyplácané po odchode do dôchodku predstavovali 41,1 mil. EUR (21,7 mil. EUR v roku 2003). Tieto náklady zahŕňajú aj rezervu na dôchodky členov Výkonnej rady vo výške 1,8 mil. EUR (1,9 mil. EUR v roku 2003) a na akékoľvek dodatočné príspevky. Požadovaná výška budúcich príspevkov ECB na dôchodkové poistenie predstavuje 16,5 % príjmov všetkých zamestnancov, z ktorých sa platia odvody na dôchodkové poistenie.

25. ADMINISTRATÍVNE NÁKLADY

Táto položka zahŕňa všetky ostatné bežné výdavky spojené s nájmom a údržbou prevádzkových priestorov, nákupom tovaru a materiálu spotrebnej povahy, honorármi a ďalšími službami a dodávkami, a tiež náklady na zamestnancov spojené s ich náborom, presunmi, ubytovaním, vzdelávaním a presťahovaním po skončení pracovného pomeru.

26. SLUŽBY SÚVISIACE S VÝROBOU BANKOVIEK

V roku 2004, podobne ako v roku 2003, boli tieto náklady spojené s cezhraničnou prepravou eurobankoviek medzi národnými centrálnymi bankami na vyrovnanie neočakávaných výkyvov dopytu. Tieto náklady nesie centrálna ECB.

POZNÁMKA K ROZDELENIU STRÁT

Táto poznámka nie je súčasťou účtovnej zvierky ECB za rok 2004. Vo výročnej správe je zverejnená len na informáciu.

PRIJEM Z EMISIE BANKOVIEK EURÓPSKOU CENTRÁLNOU BANKOU

Na základe rozhodnutia Rady guvernérov si ECB ponechala 733 mil. EUR, aby zabezpečila, že celkový rozdelený zisk za daný rok nebude väčší ako čistý zisk ECB. Táto suma predstavuje celý výnos z podielu ECB na celkovom objeme eurobankoviek v obehu za rok 2004.

KRYTIE STRÁT ECB

Článok 33 ods. 2 Štatútu ESCB stanovuje, že ak ECB zaznamená stratu, schodok môže byť vyrovnaný zo všeobecného rezervného fondu ECB, a ak je to potrebné, na základe rozhodnutia Rady guvernérov ECB, z menových príjmov za príslušný účtovný rok, a to v pomere a až do výšky čiastok pridelených národným centrálnym bankám podľa článku 32 ods. 5 štatútu.¹

Dňa 11. marca 2005 Rada guvernérov ECB rozhodla o krytí straty za rok končiaci 31. decembra 2004 nasledujúcim spôsobom:

	2004 EUR	2003 EUR
Strata za účtovný rok	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Čerpanie zo všeobecného rezervného fondu	296 068 424	476 688 785
Prevod zo spoločného menového príjmu	1 339 960 278	0
Spoľu	0	0

¹ Podľa článku 32 ods. 5 Štatútu ESCB sa celkový menový príjem národných centrálnych bánk rozdelí medzi národné centrálné banky v pomere k ich splateným podielom na základnom imaní ECB.

Správa audítora

Prezident a Rada guvernérov
Európskej centrálnej banky

Frankfurt nad Mohanom

Vykonalí sme audit pripojenej súvahy Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2004, súvisiaceho výkazu ziskov a strát za rok končiaci k uvedenému dátumu a poznámok. Za ročnú účtovnú závierku zodpovedá Výkonná rada Európskej centrálnej banky. Našou zodpovednosťou je na základe výsledkov auditu vyjadriť názor na túto ročnú účtovnú závierku.

Audit sme vykonali v súlade s Medzinárodnými audítorskými štandardmi. V súlade s týmito štandardmi sme audit plánovali a vykonali s cieľom získať primerané uistenie, že účtovná závierka neobsahuje významné nesprávnosti. Audit zahŕňa overenie dôkazov, ktoré dokladujú sumy a iné údaje v účtovnej závierke, výberovým spôsobom. Audit ďalej obsahuje zhodnotenie použitých účtovných zásad a dôležitých odhadov vedenia banky, ako aj zhodnotenie prezentácie účtovnej závierky ako celku. Sme presvedčení, že vykonaný audit je dostatočným východiskom pre vyjadrenie nášho názoru.

Podľa nášho názoru účtovná závierka vyjadruje pravdivo a verne finančnú situáciu Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2004 a výsledok jej hospodárenia za rok končiaci k uvedenému dátumu v súlade s účtovnými zásadami opísanými v prvej časti poznámok.

Frankfurt nad Mohanom 4. marca 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schrüff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stellv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

5. KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSISTÉMU K 31. DECEMBRU 2004

(V MIL. EUR)

AKTÍVA	31. DECEMBER 2004	31. DECEMBER 2003
1. Zlato a pohľadávky v zlate	125 730	130 344
2. Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene	153 856	175 579
2.1. Pohľadávky voči MMF	23 948	29 130
2.2. Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahranické pôžičky a ostatné zahraničné aktíva	129 908	146 449
3. Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene	16 974	17 415
4. Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách	6 849	6 049
4.1. Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a pôžičky	6 849	6 049
4.2. Pohľadávky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
5. Úver v eurách poskytnutý úverovým inštitúciám eurozóny v operáciách menovej politiky	345 112	298 163
5.1. Hlavné refinančné operácie	270 000	253 001
5.2. Dlhodobejšie refinančné operácie	75 000	45 000
5.3. Reverzné dolaďovacie operácie	0	0
5.4. Štrukturálne reverzné operácie	0	0
5.5. Jednodňové refinančné obchody	109	134
5.6. Úvery súvisiace s rozdielmi v maržiaci	3	28
6. Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách	3 763	729
7. Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách	70 244	54 466
8. Dlh verejného sektora v eurách	41 317	42 686
9. Ostatné aktíva	120 479	109 365
Aktíva spolu	884 324	834 796

V dôsledku zaokrúhľovania súčty a medzisúčty nemusia súhlasiť.

PASÍVA	31. DECEMBER 2004	31. DECEMBER 2003
1. Bankovky v obehu	501 256	436 128
2. Závazky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách z operácií menovej politiky	138 735	147 328
2.1. Bežné účty (pre systém povinných minimálnych rezerv)	138 624	147 247
2.2. Jednodňové sterilizačné obchody	106	80
2.3. Termínované vklady	0	0
2.4. Reverzné doľadovacie operácie	0	0
2.5. Vklady súvisiace s rozdielmi v maržiach	5	1
3. Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách	126	257
4. Vydané dlhové certifikáty	0	1 054
5. Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách	42 187	39 865
5.1. Sektor verejnej správy	35 968	34 106
5.2. Ostatné pasíva	6 219	5 759
6. Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách	10 912	10 279
7. Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene	247	499
8. Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene	10 679	11 205
8.1. Vklady, zostatky a ostatné záväzky	10 679	11 205
8.2. Závazky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
9. Protipoložky ku zvláštnym právam čerpania alokovaných MMF	5 573	5 761
10. Ostatné pasíva	51 791	54 757
11. Účty precenenia	64 581	67 819
12. Základné imanie a rezervy	58 237	59 844
Pasíva spolu	884 324	834 796

PRÍLOHY

PRÍLOHY

PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam právnych nástrojov prijatých Európskou centrálnou bankou v roku 2004 a začiatkom roka 2005, ktoré boli publikované v Úradnom vestníku Európskej únie. Úradný vestník možno získať v Úrade pre

oficiálne publikácie Európskych spoločenstiev. Zoznam všetkých právnych nástrojov prijatých ECB od jej zriadenia a uverejnených v Úradnom vestníku je na internetovej stránke ECB.

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2004/1	Usmernenie ECB z 13. februára 2004, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2003/2 o určitých požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie a o postupoch vykazovania štatistických informácií v oblasti menovej a finančnej štatistiky národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 83, 20.3.2004, s. 29
ECB/2004/2	Rozhodnutie ECB z 19. februára 2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok (Rules of Procedure) Európskej centrálnej banky	Ú. v. EÚ L 80, 18.3.2004, s. 33
ECB/2004/3	Rozhodnutie ECB zo 4. marca 2004 o prístupe verejnosti k dokumentom Európskej centrálnej banky	Ú. v. EÚ L 80, 18.3.2004, s. 42
ECB/2004/4	Usmernenie ECB z 21. apríla 2004, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2001/3 o Transeurópskom automatizovanom expresnom systéme hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (TARGET)	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 1
ECB/2004/5	Rozhodnutie ECB z 22. apríla 2004 o percentuálnych podieloch národných centrálnych bánk v kľúči na upisovanie základného imania ECB	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 5
ECB/2004/6	Rozhodnutie ECB z 22. apríla 2004 o opatreniach potrebných na splatenie základného imania ECB zúčastnenými národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 7
ECB/2004/7	Rozhodnutie ECB z 22. apríla 2004 o podmienkach prevodov podielov na základnom imaní ECB medzi národnými centrálnymi bankami a úpravy splateného základného imania	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 9
ECB/2004/8	Rozhodnutie ECB z 22. apríla 2004 o opatreniach potrebných na príspevok na akumulovanú hodnotu vlastného imania ECB, na úpravu pohľadávok národných centrálnych bánk, ktoré zodpovedajú prevedeným devízovým rezervám, a na súvisiace finančné záležitosti	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 13
ECB/2004/9	Rozhodnutie ECB z 22. apríla 2004, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2001/15 zo 6. decembra 2001 o vydaní eurobankoviek	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 17

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2004/10	Rozhodnutie ECB z 23. apríla 2004 o opatreniach potrebných na splatenie základného imania ECB nezúčastnenými národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 205, 9.6.2004, s. 19
ECB/2004/11	Rozhodnutie ECB z 3. júna 2004 o podmienkach vyšetřování vykonávaných Európskym úradom pre boj proti podvodom v ECB v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupcii a všetkým ostatným protiprávnym činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev, ktorým sa menia a dopĺňajú podmienky zamestnávania zamestnancov ECB	Ú. v. EÚ L 230, 30.6.2004, s. 56
ECB/2004/12	Rozhodnutie ECB zo 17. júna 2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Generálnej rady ECB	Ú. v. EÚ L 230, 30.6.2004, s. 61
ECB/2004/13	Usmernenie ECB z 1. júla 2004 o poskytovaní služieb v oblasti správy rezerv v eurách prostredníctvom Euro systému centrálnym bankám mimo Európskej únie, krajinám mimo Európskej únie a medzinárodným organizáciám	Ú. v. EÚ L 241, 13.7.2004, s. 68
ECB/2004/14	Rozhodnutie ECB z 9. júla 2004, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2003/15 o schválení objemu emisie mincí v roku 2004	Ú. v. EÚ L 248, 22.7.2004, s. 14
ECB/2004/15	Usmernenie ECB zo 16. júla 2004 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície a výkazu medzinárodných rezerv	Ú. v. EÚ L 354, 30.11.2004, s. 34
ECB/2004/16	Odporúčanie ECB zo 16. júla 2004 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície a výkazu medzinárodných rezerv	Ú. v. EÚ C 292, 30.11.2004, s. 21
ECB/2004/17	Odporúčanie ECB z 30. júla 2004 Rade Európskej únie o externom audítovi Banca d'Italia	Ú. v. EÚ C 202, 10.8.2004, s. 1
ECB/2004/18	Usmernenie ECB zo 16. septembra 2004 o obstarávaní eurobankoviek	Ú. v. EÚ L 320, 21.10.2004, s. 21
ECB/2004/19	Rozhodnutie ECB zo 14. decembra 2004 o schválení objemu emisie mincí v roku 2005	Ú. v. EÚ L 379, 24.12.2004, s. 107
ECB/2004/20	Usmernenie ECB zo 16. decembra 2004, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2004/13 o poskytovaní služieb v oblasti správy rezerv v eurách prostredníctvom Euro systému centrálnym bankám mimo Európskej únie, krajinám mimo Európskej únie a medzinárodným organizáciám	Ú. v. EÚ L 385, 29.12.2004, s. 85

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2004/21	Nariadenie Európskej centrálnej banky (ES) č. 2181/2004 zo 16. decembra 2004, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 2423/2001 (ECB/2001/13), ktoré sa týka konsolidovanej súvahy sektora peňažných finančných ústavov, a nariadenie (ES) č. 63/2002 (ECB/2001/18), ktoré sa týka štatistiky úrokových sadzieb uplatňovaných finančnými ústavmi na vklady prijímané od fyzických osôb a nefinančných spoločností a na úvery poskytované fyzickým osobám a nefinančným spoločnostiam	Ú. v. EÚ L 371, 18.12.2004, s. 42
ECB/2005/1	Usmernenie ECB z 21. januára 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2001/3 o Transeurópskom automatizovanom expresnom systéme hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (TARGET)	Ú. v. EÚ L 30, 3.2.2005, s. 21
ECB/2005/2	Usmernenie ECB z 3. februára 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/7 o nástrojoch a postupoch menovej politiky Eurosystemu	Ešte nevyšlo
ECB/2005/3	Odporúčanie ECB o 11. februára 2005 Rade Európskej únie o externom audítovi Banco de Portugal	Ú. v. EÚ C 50, 26.2.2005, s. 6
ECB/2005/4	Usmernenie ECB z 15. februára 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2003/2 o určitých požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie a o postupoch vykazovania štatistických informácií v oblasti menovej a finančnej štatistiky národnými centrálnymi bankami	Ešte nevyšlo
ECB/2005/5	Usmernenie ECB zo 17. februára 2005 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie a o postupoch pri výmene štatistických informácií v rámci Európskeho systému centrálnych bánk v oblasti štatistiky štátnych financií	Ešte nevyšlo

STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam stanovísk prijatých Európskou centrálnou bankou v roku 2004 a začiatkom roka 2005 na základe článku 105(4) zmluvy a článku 4 Štatútu ESCB, článku 112(2)(b) zmluvy a článku 11.2 štatútu. Zoznam všetkých stanovísk prijatých ECB od jej zriadenia je na internetovej stránke ECB.

(a) Stanoviská ECB na základe konzultácie sú konzultácie členského štátu¹		
Číslo²	Žiadateľ	Názov
CON/2004/1	Fínsko	Stanovisko k opatreniam ovplyvňujúcim finančnú pozíciu Suomen Pankki a ustanoveniam týkajúcim sa jej právomoci vydávať normy
CON/2004/2	Švédsko	Stanovisko k vykazovaniu menovej a bankovej štatistiky peňažnými finančnými inštitúciami
CON/2004/3	Luxembursko	Stanovisko k vytvoreniu osobitného právneho rámca pre transakcie v súvislosti so sekuritizáciou
CON/2004/5	Rakúsko	Stanovisko k doplnkovému dohľadu nad úverovými inštitúciami, poisťovňami a investičnými spoločnosťami vo finančnom konglomeráte
CON/2004/6	Francúzsko	Stanovisko ku krytiu kurzových strát Banque de France
CON/2004/8	Francúzsko	Stanovisko k právnemu rámcu pre recykláciu eurobankoviek a euromincí
CON/2004/9	Belgicko	Stanovisko ku konkurzu a vyrovnaniu úverových inštitúcií, klíringových inštitúcií a investičných spoločností
CON/2004/15	Francúzsko	Stanovisko o obchodovateľných dlhových cenných papieroch
CON/2004/16	Taliansko	Stanovisko k ochrane úspor
CON/2004/17	Švédsko	Stanovisko k starým bankovkám a minciam, ktoré prestávajú byť zákonným platidlom
CON/2004/18	Portugalsko	Stanovisko k reorganizácii a likvidácii úverových inštitúcií
CON/2004/20	Francúzsko	Stanovisko k indexovaným úverom poskytovaným úverovými inštitúciami
CON/2004/21	Holandsko	Stanovisko k dohľadu nad finančným sektorom
CON/2004/22	Francúzsko	Stanovisko k prevodu vlastníctva finančných nástrojov
CON/2004/23	Nemecko	Stanovisko k nariadeniu, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie o zahraničnom obchode a platbách
CON/2004/24	Rakúsko	Stanovisko k zberu štatistických údajov o dovoze a vývoze služieb

¹ V december 2004 Rada guvernérov rozhodla, že stanoviská ECB vydané na požiadanie národných orgánov budú vždy zverejnené ihneď po ich prijatí a doručení orgánu, ktorý žiadal o konzultáciu.

² Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.

Číslo ²	Žiadateľ	Názov
CON/2004/25	Estónsko	Stanovisko k regulácii inštitúcií elektronických peňazí
CON/2004/26	Rakúsko	Stanovisko k vykazovaniu údajov platobnej bilancie s výnimkou údajov o službách a prevodoch
CON/2004/27	Belgicko	Stanovisko k dohodám o finančných zábezpekách
CON/2004/28	Švédsko	Stanovisko k obehu bankoviek a mincí
CON/2004/29	Malta	Stanovisko k vyňatiu z režimu povinných minimálnych rezerv
CON/2004/30	Francúzsko	Stanovisko k dotvoreniu právneho rámca pre fondy s cennými papiermi
CON/2004/31	Slovensko	Stanovisko k zákonu o dohľade Národnej banky Slovenska nad finančným trhom
CON/2004/33	Maďarsko	Požiadavky štatistického vykazovania pre účely informačného systému centrálnej banky
CON/2004/34	Belgicko	Stanovisko k dani z devízových transakcií
CON/2004/35	Maďarsko	Stanovisko k rozhodovaniu o menovej politike
CON/2004/36	Česká republika	Stanovisko k programu štatistického zisťovania na rok 2005
CON/2004/37	Česká republika	Stanovisko k zavedeniu inštitúcií elektronických peňazí
CON/2004/38	Dánsko	Stanovisko k vytvoreniu osobitnej právnej a dohľadacej základne pre hedžové fondy
CON/2004/39	Španielsko	Nová riadiaca štruktúra zúčtovacieho systému pre platby nízkej hodnoty
CON/2005/3	Maďarsko	Stanovisko k spracovaniu a rozdeľovaniu hotovosti
CON/2005/5	Malta	Stanovisko k štatistickým spravodajským požiadavkám Central Bank of Malta na úverové inštitúcie

(b) Stanoviská ECB na základe konzultácie európskej inštitúcie³

Číslo ⁴	Žiadateľ	Názov	Úradný vestník
CON/2004/4	Rada	Stanovisko k zostavovaniu štvrtročných nefinančných účtov inštitucionálneho sektora	Ú. v. EÚ C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	Rada	Stanovisko k novej organizačnej štruktúre výborov EÚ pre finančné služby, ktorou sa rozširuje Lamfalussyho proces na všetky finančné sektory	Ú. v. EÚ C 58, 6.3.2004, s. 23
CON/2004/10	Rada	Stanovisko k prepočítavacím kurzom eura voči menám členských štátov, ktoré prijali euro	Ú. v. EÚ C 88, 8.4.2004, s. 20
CON/2004/11	Rada	Stanovisko k vymenovaniu člena Výkonnej rady ECB	Ú. v. EÚ C 87, 7.4.2004, s. 37
CON/2004/12	Rada	Stanovisko k dohode o menových vzťahoch s Andorrou	Ú. v. EÚ C 88, 8.4.2004, s. 18
CON/2004/13	Rada	Stanovisko k medailám a žetónom, ktoré sa podobajú eurominciam	Ú. v. EÚ C 134, 12.5.2004, s. 11
CON/2004/14	Rada	Stanovisko k zostavovaniu a prenosu údajov o štvrtročnom verejnom dlhu	Ú. v. EÚ C 134, 12.5.2004, s. 14
CON/2004/19	Rada	Stanovisko ku krátkodobej štatistike	Ú. v. EÚ C 158, 15.6.2004, s. 3
CON/2004/32	Rada	Stanovisko k začatiu rokovaní o dohode upravujúcej menové vzťahy s Andorrou	Ú. v. EÚ C 256, 16.10.2004, s. 9
CON/2005/2	Rada	Stanovisko k prevencii používania finančného systému na účely prania špinavých peňazí a financovania terorizmu	Ú. v. EÚ C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	Rada	Stanovisko ku kapitálovej primeranosti úverových inštitúcií a investičných spoločností	Ú. v. EÚ C 52, 2.3.2005, s. 37

³ Zverejnené tiež na internetovej stránke ECB.

⁴ Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.

PUBLIKÁCIE EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY VYDANÉ OD JANUÁRA 2004

Zoznam obsahuje vybrané publikácie Európskej centrálnej banky vydané od januára 2004. V časti „Working Papers“ sú v zozname uvedené iba publikácie vydané od decembra 2004 do februára 2005. Záujemcom poskytuje publikácie zdarma Tlačové a informačné oddelenie ECB. Písomné objednávky posielajte na adresu uvedenú na rube titulného listu.

Úplný zoznam publikácií Európskej centrálnej banky a Európskeho menového inštitútu je k dispozícii na internetovej stránke ECB (<http://www.ecb.int>).

VÝROČNÁ SPRÁVA

“Annual Report 2003”, April 2004.

ČLÁNKY PUBLIKOVANÉ V MESAČNOM BULLETINE

“EMU and the conduct of fiscal policies”, January 2004.

“Opinion survey on activity, prices and labour market developments in the euro area: features and uses”, January 2004.

“Measuring and analysing profit developments in the euro area”, January 2004.

“The acceding countries’ economies on the threshold of the European Union”, February 2004.

“Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States”, February 2004.

“The impact of fair value accounting on the European banking sector – a financial stability perspective”, February 2004.

“Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices”, April 2004.

“Future developments in the TARGET system”, April 2004.

“The Barcelona partner countries and their relations with the euro area”, April 2004.

“The EU economy following the accession of the new Member States”, May 2004.

“The natural real interest rate in the euro area”, May 2004.

“Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations”, May 2004.

“Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns”, July 2004.

“Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000”, July 2004.

“The European Constitution and the ECB”, August 2004.

“Properties and use of general government quarterly accounts”, August 2004.

“Euro banknotes: first years of experience”, August 2004.

“Monetary analysis in real time”, October 2004.

“Economic integration in selected regions outside the European Union”, October 2004.

“Oil prices and the euro area economy”, November 2004.

“Extracting information from financial asset prices”, November 2004.

“Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability”, November 2004.

“The new Basel Capital Accord: main features and implications”, January 2005.

“Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments”, January 2005.

“Bank market discipline”, February 2005.

“Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, February 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, February 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Vydávané mesačne od augusta 2003.

OCCASIONAL PAPER

- 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications” by M. G. Briotti, February 2004.
- 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review” by a staff team led by P. Backé and C. Thimann and including O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl and C. Nerlich, February 2004.
- 11 “Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases” by A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich and C. Thimann, February 2004.
- 12 “Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages” by R. Anderton, F. di Mauro and F. Moneta, April 2004.
- 13 “Fair value accounting and financial stability” by a staff team led by A. Enria including L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires and P. Poloni, April 2004.
- 14 “Measuring financial integration in the euro area” by L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova and C. Monnet, April 2004.
- 15 “Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics” by H. Ahnert and G. Kenny, May 2004.
- 16 “Market dynamics associated with credit ratings: a literature review” by F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland and C. Zins, June 2004.
- 17 “Corporate ‘excesses’ and financial market dynamics” by A. Maddaloni and D. Pain, July 2004.
- 18 “The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents” by A. Geis, A. Mehl and S. Wredenborg, July 2004.
- 19 “Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective” by an MPC task force of the ESCB, July 2004.
- 20 “The supervision of mixed financial services groups in Europe” by F. Dierick, August 2004.
- 21 “Governance of securities clearing and settlement systems” by D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti and C. Papathanassiou, October 2004.
- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” by A. Musso and T. Westermann, January 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area” by J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel, February 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries” by V. Genre, D. Momferatou and G. Mourre, February 2005.

WORKING PAPERS

- 419 “The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries” by M. Hallerberg, R. Strauch and J. von Hagen, December 2004.
- 420 “On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union” by C. Detken, V. Gaspar and B. Winkler, December 2004.

- 421 “EU fiscal rules: issues and lessons from political economy” by L. Schuknecht,
December 2004.
- 422 “What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in
OECD budget balances” by M. Tujula and G. Wolswijk, December 2004.
- 423 “Price setting in France: new evidence from survey data” by C. Loupias and
R. Ricart, December 2004.
- 424 “An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates”
by F. Breedon and P. Vitale, December 2004.
- 425 “Geographic versus industry diversification: constraints matter” by P. Ehling
and S. Brito Ramos, January 2005.
- 426 “Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds” by D. P. Miller
and J. J. Puthenpurackal, January 2005.
- 427 “Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?” by K. Kauko,
January 2005.
- 428 “Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings”
by V. Pons-Sanz, January 2005.
- 429 “Cross-border diversification in bank asset portfolios” by C. M. Buch, J. C. Driscoll
and C. Ostergaard, January 2005.
- 430 “Public policy and the creation of active venture capital markets” by M. Da Rin,
G. Nicodano and A. Sembenelli, January 2005.
- 431 “Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry” by G. Calzolari
and G. Loranth, January 2005.
- 432 “Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms”
by Y. Chung Cheung, F. de Jong and B. Rindi, January 2005.
- 433 “Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility”
by R. Beetsma and X. Debrun, January 2005.
- 434 “Interest rates and output in the long run” by Y. Aksoy and M. León-Ledesma,
January 2005.
- 435 “Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?”
by L. Schuknecht and V. Tanzi, February 2005.
- 436 “Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany” by L. Capiello
and S. Guéné, February 2005.
- 437 “What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants”
by E. Papaioannou, February 2005.
- 438 “Quality of public finances and growth” by A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht
and M. Thöne, February 2005.
- 439 “A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market”
by V. Brousseau and A. Manzanares, February 2005.
- 440 “Estimating and analysing currency options’ implied risk-neutral density functions for
the largest new EU Member States” by O. Castrén, February 2005.
- 441 “The Phillips curve and long-term unemployment” by R. Llaudes, February 2005.
- 442 “Why do financial systems differ? History matters” by C. Monnet and E. Quintin,
February 2005.
- 443 “Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1
data” by S. Rosati and S. Secola, February 2005.
- 444 “Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy”
by L. Stracca and A. al-Nowaihi, February 2005.

- 445 “Welfare implications of joining a common currency” by M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis and F. Zampolli, February 2005.
- 446 “Trade effects of the euro: evidence from sectoral data” by R. E. Baldwin, F. Skudelny and D. Taglioni, February 2005.
- 447 “Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications” by O. Castrén and S. Mazzotta, February 2005.

OSTATNÉ PUBLIKÁCIE

- “Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations”, January 2004.
- “The monetary policy of the ECB”, January 2004.
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, February 2004.
- “Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, February 2004.
- “Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, February 2004.
- “Foreign direct investment task force report”, March 2004.
- “External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, April 2004.
- “Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), April 2004.
- “Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), April 2004.
- “TARGET compensation claim form”, April 2004.
- “Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, April 2004.
- “The use of central bank money for settling securities transactions”, May 2004.
- “TARGET Annual Report 2003”, May 2004.
- “Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”, May 2004.
- “Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management”, May 2004.
- “Risk management for central bank foreign reserves”, May 2004.
- “Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan”, June 2004.
- “The development of statistics for Economic and Monetary Union” by P. Bull, July 2004.
- “ECB staff macroeconomic projections for the euro area”, September 2004.
- “Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, September 2004.
- “Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB; Rules of Procedure”, October 2004.
- “Convergence Report 2004”, October 2004.
- “Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, October 2004.
- “The European Central Bank – History, role and functions”, October 2004.
- “E-payments without frontiers”, October 2004.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, November 2004.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries”, November 2004.

“Report on EU banking structure 2004”, November 2004.

“EU banking sector stability 2004”, November 2004.

“Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, November 2004.

“Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, November 2004.

“Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, December 2004.

“Towards a single euro payments area – third progress report”, December 2004.

“The euro bond market study 2004”, December 2004.

“Financial Stability Review”, December 2004.

“Review of the requirements in the field of general economic statistics”, December 2004.

“Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years”, December 2004.

“Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, January 2005.

“Review of the international role of the euro”, January 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, January 2005.

“Banking structures in the new EU Member States”, January 2005.

“Progress report on TARGET2”, February 2005.

“The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, February 2005.

“Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, February 2005.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures” (“Blue Book”), February 2005.

INFORMAČNÉ BROŽÚRY

“Information guide for credit institutions using TARGET”, July 2003.

“TARGET2 – the future TARGET system”, September 2004.

“TARGET – the current system”, September 2004.

CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY V EUROSYSTÉME¹

8. JANUÁR 2004

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody v nezmenenej výške, t. j. 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

12. JANUÁR 2004

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení umiestňovanej sumy pre dlhodobejšie refinančné operácie vykonávané v roku 2004 z 15 mld. na 25 mld. EUR na obchod. Toto zvýšenie zohľadňuje vyššiu potrebu likvidity v bankovom systéme eurozóny očakávanú v roku 2004. Eurosystem však bude naďalej zabezpečovať prevažnú časť likvidity prostredníctvom základných refinančných operácií. Rada guvernérov môže rozhodnúť o ďalšej zmene umiestňovanej sumy na začiatku roku 2005.

5. FEBRUÁR, 4. MAREC 2004

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody v nezmenenej výške, t. j. 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

10. MAREC 2004

V súlade s rozhodnutím Rady guvernérov ECB z 23. januára 2003 sa splatnosť základných refinančných operácií Eurosystemu znižuje z dvoch týždňov na jeden týždeň a perióda udržiavania povinných minimálnych rezerv v Eurosysteme je predefinovaná tak, že nezačína v 24. deň mesiaca, ale v deň zúčtovania hlavnej refinančnej operácie nasledujúcej po zasadaní Rady guvernérov ECB, na ktorom je plánované mesačné hodnotenie smerovania menovej politiky.

1. APRÍL, 6. MÁJ, 3. JÚN, 1. JÚL, 5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTÓBER, 4. NOVEMBER, 2. DECEMBER 2004 A 13. JANUÁR 2005

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody v nezmenenej výške, t. j. 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

14. JANUÁR 2005

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení umiestňovanej sumy pre dlhodobejšie refinančné operácie vykonávané v r. 2005 z 25 mld. na 30 mld. EUR na obchod. Toto zvýšenie zohľadňuje vyššiu potrebu likvidity v bankovom systéme eurozóny očakávanú v roku 2005. Eurosystem však bude naďalej zabezpečovať prevažnú časť likvidity prostredníctvom základných refinančných operácií. Rada guvernérov môže rozhodnúť o ďalšej zmene umiestňovanej sumy na začiatku roku 2006.

3. FEBRUÁR A 3. MAREC 2005

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné obchody a jednoduchové sterilizačné obchody v nezmenenej výške, t. j. 2,0 %, 3,0 % a 1,0 %.

¹ Chronológia opatrení v menovej politike Eurosystemu prijatých v rokoch 1999 – 2003 je uvedená vo Výročnej správe ECB za rok 1999, s. 176 – 180, Výročnej správe ECB za rok 2000, s. 205 – 208, vo Výročnej správe ECB za rok 2001, s. 219 – 220, vo Výročnej správe ECB za rok 2002, s. 234 – 235 a vo Výročnej správe za rok 2003, s. 217 – 218.

SLOVNÍK POJMOV

Slovník obsahuje vybrané termíny použité vo Výročnej správe. Úplnejší a podrobnejší slovník je uverejnený na internetovej stránke ECB.

Akciový trh [Equity market]: trh, na ktorom sa vydávajú **majetkové cenné papiere (akcie)** a obchoduje sa s nimi.

Automatické operácie [Standing facility]: obchody centrálnej banky, ktoré majú **zmluvné strany** trvalo k dispozícii na požiadanie. **Eurosystem** ponúka dva jednoduché obchody: **jednodňový refinančný obchod** a **jednodňový sterilizačný obchod**.

Cenová stabilita [Price stability]: udržiavanie cenovej stability je hlavným cieľom **Eurosystemu**. **Rada guvernérov** definuje cenovú stabilitu ako medziročný nárast **harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny** pod 2 %. Súčasne Rada guvernérov spresnila, že pri zabezpečovaní cenovej stability je cieľom udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte pod 2 %, avšak blízko tejto úrovne.

Centrálna zmluvná strana [Central counterparty]: subjekt, ktorý vstupuje medzi **zmluvné strany** obchodov a pre každého predávajúceho predstavuje kupujúceho a pre každého kupujúceho predávajúceho.

Centrálny depozitár cenných papierov (CDCP) [Central securities depository (CSD)]: subjekt, ktorý vedie a spravuje cenné papiere a umožňuje účtovné spracovanie transakcií s nimi. Cenné papiere môžu byť vedené v listinnej (ale v rámci evidencie imobilizovanej) podobe alebo v dematerializovanej podobe (t. j. existujú len ako elektronické záznamy). Okrem funkcie miesta bezpečného uloženia a správy cenných papierov môže CDCP vykonávať funkcie vyrovnania a zúčtovania.

Čisté zahraničné aktíva PFI [MFI net external assets]: zahraničné aktíva sektora **PFI eurozóny** (napr. zlato, bankovky a mince v cudzích menách, cenné papiere emitované nerezidentmi eurozóny a úvery poskytnuté nerezidentom eurozóny) po odpočítaní zahraničných pasív tohto sektora (napríklad vkladov, **repo obchodov**, podielov/akcií podielových fondov **peňažného trhu** a **dlhových cenných papierov** vydaných PFI so splatnosťou do dvoch rokov vrátane v držbe nerezidentov eurozóny).

Devízový swap [Foreign exchange swap]: súčasná spotová a forwardová operácia predaja/nákupu jednej meny za druhú menu.

Dlhodobejšia refinančná operácia [Longer-term refinancing operation]: pravidelný **obchod na voľnom trhu** vo forme **reverzného obchodu** vykonávaný **Eurosystemom**. Takéto obchody sa vykonávajú vo forme mesačných štandardných tendrov a v bežnom prípade majú splatnosť tri mesiace.

Dlhodobejšie finančné pasíva PFI [MFI longer-term financial liabilities]: vklady s dohodnutou splatnosťou nad dva roky, vklady s výpovednou lehotou nad tri mesiace, **dlhové cenné papiere** vydané **PFI eurozóny** s pôvodnou lehotou splatnosti nad dva roky a vlastné imanie a rezervy sektora PFI eurozóny.

Dlhový cenný papier [Debt security]: záväzok emitenta (dlžníka) zaplatiť majiteľovi cenného papiera (veriteľovi) jednu alebo viac platieb v určitom termíne, resp. termínoch. Spravidla má

stanovenú konkrétnu úrokovú sadzbu (kupón), prípadne sa predáva s diskontom, ktorý sa vyplatí v čase splatnosti.

Dohoda o spätnom odkúpení [Repurchase agreement]: dohoda o predaji aktíva a jeho spätnom odkúpení za stanovenú cenu k budúcemu dátumu alebo na výzvu. Táto dohoda sa podobá kolateralizovanému úveru s tým rozdielom, že predávajúci si nezachováva vlastníctvo cenných papierov.

Dolad'ovací obchod [Fine-tuning operation]: nepravidelná operácia na voľnom trhu, ktorú Eurosystem vykonáva najmä preto, aby sa vysporiadal s neočakávanými výkyvmi likvidity na trhu.

Efektívne výmenné kurzy eura (nominálny/reálny EER) [Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)]: vážené priemery bilaterálnych výmenných kurzov eura voči menám hlavných obchodných partnerov eurozóny. ECB uverejňuje nominálne indexy EER eura voči menám dvoch skupín obchodných partnerov: EER-23 (kam patrí 13 členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a 10 hlavných obchodných partnerov mimo EÚ) a EER-42 (skladá sa z krajín EER-23 a z ďalších 19 krajín). Použité váhy vyjadrujú podiel jednotlivých partnerských krajín na zahraničnom obchode eurozóny so zohľadnením hospodárskej súťaže na tretích trhoch. Reálne EER sú nominálne EER deflované váženým priemerom pomerov zahraničných cien alebo nákladov k domácim. Sú mierou cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti.

Ekonomická analýza [Economic analysis]: jeden z pilierov Európskej centrálnej banky pri vykonávaní súhrnných analýz rizík cenovej stability, ktoré sú východiskom pre menovopolitické rozhodnutia Rady guvernérov. Ekonomická analýza sa zameriava najmä na hodnotenie súčasného hospodárskeho a finančného vývoja a odvodených krátko- až strednodobých rizík cenovej stability z perspektívy vzájomného pôsobenia medzi ponukou a dopytom v oblasti tovarov a služieb a na trhu výrobných prostriedkov v uvedených časových horizontoch. Z tohto pohľadu sa venuje náležitá pozornosť potrebe identifikovať charakter šokov ovplyvňujúcich ekonomiku, ich dosahu na správanie sa v nákladovej oblasti a pri stanovovaní cien, ako aj krátko- až strednodobému výhľadu dosahu týchto šokov na ekonomiku (pozri tiež Menová analýza).

EONIA [Euro overnight index average]: je vyjadrením aktuálnej úrokovej miery obchodov s jednoduchými eurovými depozitmi na medzibankovom trhu. Určuje sa ako vážený priemer úrokových mier z nezabezpečených jednoduchých úverových obchodov v eurách oznamovaných skupinou referenčných bánk.

ERM II (mechanizmus výmenných kurzov II) [ERM II (Exchange rate mechanism II)]: systém výmenných kurzov, ktorým sa vytvára rámec na spoluprácu v oblasti kurzovej politiky jednotlivých krajín eurozóny a tých členských štátov EÚ, ktoré sa nezúčastňujú na tretej etape EMU.

EURIBOR (Euro interbank offered rate): úroková miera, za ktorú je referenčná banka ochotná požičať prostriedky v eurách inej referenčnej banke; počíta sa denne pre medzibankové depozitá s rôznymi splatnosťami až po 12 mesiacov.

Európska centrálna banka (ECB) [European Central Bank]: ECB je jadrom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a Eurosystemu a v legislatíve Európskeho spoločenstva má vlastnú právnu subjektivitu. Zabezpečuje, aby sa v súlade so Štatútom ESCB úlohy zverené Eurosystemu a ECB uskutočňovali buď jej vlastnou činnosťou, alebo činnosťou NCB. Riadiacimi orgánmi ECB sú Rada guvernérov a Výkonná rada; tretím rozhodovacím orgánom je Generálna rada.

Európsky menový inštitút (EMI) [European Monetary Institute]: inštitúcia dočasne zriadená na začiatku druhej etapy **hospodárskej a menovej únie (EMU)** 1. januára 1994. Zanikol so zriadením **ECB** dňa 1. júna 1998.

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) [European System of Central Banks]: skladá sa z **ECB** a **NCB** všetkých 25 členských štátov, t. j. okrem členov **Eurosystému** do neho patria aj **NCB** členských štátov, ktoré ešte euro neprijali. **ESCB** riadi **Rada guvernérov ECB** a **Výkonná rada ECB**; tretím rozhodovacím orgánom **ECB** je **Generálna rada**.

Európsky systém účtov 1995 (ESA 95) [European System of Accounts]: Systém jednotných štatistických definícií a klasifikácií s cieľom zabezpečiť zosúladený kvantitatívny popis ekonomík členských štátov. **ESA 95** je verziou Systému národných účtov 1993 (**SNA 93**) Európskeho spoločenstva.

Eurosystém: systém centrálnych bánk **eurozóny**. Zahŕňa **ECB** a **NCB** členských štátov, ktoré prijali euro v tretej etape **Hospodárskej a menovej únie (EMU)**.

Eurozóna [euro area]: regionálna oblasť, do ktorej patria členské štáty, ktoré v súlade so **zmluvou** prijali euro ako jednotnú menu a v ktorej za výkon jednotnej menovej politiky zodpovedá **Rada guvernérov ECB**. V súčasnosti do eurozóny patrí Belgicko, Nemecko, Grécko, Španielsko, Francúzsko (vrátane jeho zámorských departmentov, bez zámorských teritórií), Írsko, Taliansko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko a Fínsko.

Generálna rada [General Council]: jeden z rozhodovacích orgánov **ECB**. Jej členmi sú prezident a viceprezident **ECB** a guvernéri všetkých **NCB EÚ**.

Harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP) [Harmonised Index of Consumer Prices]: index spotrebiteľských cien zostavený Eurostatom a harmonizovaný pre všetky krajiny **EÚ**.

Hlavná refinančná operácia [Main refinancing operation]: pravidelný **obchod na voľnom trhu** vo forme **reverzného obchodu** vykonávaný **Eurosystémom**. Od 10. marca 2004 sa tieto operácie vykonávajú prostredníctvom týždenných štandardných tendrov a v bežnom prípade majú splatnosť jeden týždeň.

Hospodárska a menová únia (EMU) [Economic and Monetary Union (EMU)]: **zmluva** stanovuje proces vzniku **Hospodárskej a menovej únie** v **EÚ** v troch etapách. Tretia etapa sa začala 1. januára 1999 presunom kompetencií v menovej oblasti na **ECB** a zavedením eura. Proces vytvárania **EMU** sa zavŕšil uvedením eura do obehu 1. januára 2002.

Hospodársky a finančný výbor [Economic and Financial Committee (EFC)]: konzultačný orgán Spoločenstva, ktorý prispieva k práci Rady **EÚ**. K jeho úlohám patrí sledovanie hospodárskej a finančnej situácie členských štátov a Spoločenstva a rozpočtový dohľad.

Implikovaná volatilita [Implied volatility]: je vyjadrením očakávanej volatility (štandardná odchýlka vyjadrená anualizovanou percentuálnou zmenou) cien, napríklad cien dlhopisov a akcií (alebo zodpovedajúcich termínových kontraktov), ktorá sa dá odvodiť z cien **opcií**.

Jednodňový refinančný obchod [Marginal lending facility]: **automatická operácia Eurosystému**, ktorú môžu **zmluvné strany** využívať na získanie jednodňového úveru od národnej centrálnej banky za

vopred stanovenú úrokovú sadzbu proti založeniu akceptovateľných aktív (pozri tiež **Kľúčové úrokové sadzby ECB**).

Jednodňový sterilizačný obchod [Deposit facility]: automatická operácia Eurosystému, ktorú môžu **zmluvné strany** využívať na uloženie jednodňových vkladov v národnej centrálnej banke, úročených vopred stanovenou úrokovou sadzbou (pozri tiež **Kľúčové úrokové sadzby ECB**).

Kľúčové úrokové sadzby ECB [Key ECB interest rates]: úrokové sadzby určované **Radou guvernérov**, ktoré vyjadrujú nastavenie menovej politiky **ECB**. Sú to **minimálna akceptovateľná úroková sadzba** pre **hlavné refinančné operácie**, úroková sadzba pre **jednodňové refinančné obchody** a úroková sadzba pre **jednodňové sterilizačné obchody**.

Kolaterál [Collateral]: aktíva dané do zálohu (napríklad uložené **úverovými inštitúciami** v centrálnej banke) ako záruka vrátenia pôžičiek, ako aj aktíva predané (napríklad centrálnej banke **úverovými inštitúciami**) v rámci **dohôd o spätnom odkúpení**.

Konsolidovaná bilancia sektora PFI [Consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancia získaná z agregovanej bilancie vylúčením vzájomných vzťahov **PFI** (napr. medzibankových úverov a vkladov). Podáva štatistické informácie o aktívach a pasívach sektora PFI voči rezidentom **eurozóny** nepatriacim do tohto sektora (**verejná správa** a ostatní rezidenti eurozóny) a nerezidentom eurozóny. Je hlavným štatistickým zdrojom pre výpočet menových agregátov a základom pre pravidelné analýzy protipoložiek **M3**.

Majetkové cenné papiere (akcie) [Equities]: cenné papiere reprezentujúce vlastnícky podiel v spoločnosti. Patria sem akcie obchodovateľné na burzách (kótované akcie), nekótované akcie a iné druhy akcií. Akcie zvyčajne prinášajú príjem vo forme dividend.

Medzinárodná investičná pozícia (i.i.p.) [International investment position]: hodnota a štruktúra nesplatených čistých finančných pohľadávok (alebo záväzkov) krajiny voči zvyšku sveta.

Menová analýza [Monetary analysis]: jeden z pilierov **Európskej centrálnej banky** pri vykonávaní súhrnných analýz rizík **cenovej stability**, ktoré sú východiskom pre menovopolitické rozhodnutia **Rady guvernérov**. Menová analýza pomáha hodnotiť stredno- až dlhodobé inflačné trendy z pohľadu úzkeho vzťahu medzi peniazmi a cenami v dlhodobejšom výhľade. Menová analýza zohľadňuje vývoj viacerých menových ukazovateľov vrátane agregátu **M3**, jeho zložiek a protipoložiek, najmä úverov a rôznych ukazovateľov nadmernej likvidity (pozri tiež **Ekonomická analýza**).

Menový príjem [Monetary income]: príjem, ktorý vzniká NCB pri výkone menovej politiky **Eurosystému**, odvodzovaný z aktív vyčlenených podľa usmernení **Rady guvernérov**, ktoré sú vedené ako protipoložky k bankovkám v obehú a záväzkom z vkladov **úverových inštitúcií**.

Minimálna úroková sadzba ponuky [Minimum bid rate]: dolný limit úrokových sadzieb, za ktoré môžu **zmluvné strany** predkladať ponuky do tendrov **hlavných refinančných operácií** s pohyblivou úrokovou sadzbou. Je to jedna z **kľúčových úrokových sadzieb ECB**, ktorá vyjadruje nastavenie menovej politiky.

M1: úzky menový agregát. Zahŕňa obeživo a vklady splatné na požiadanie v **PFI** a v **ústrednej štátnej správe** (napr. na pošte alebo v štátnej pokladnici).

M2: širší menový agregát. Zahŕňa **M1** a vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov vrátane (krátkodobé úsporné vklady) a vklady s dohodnutou splatnosťou do dvoch rokov vrátane (krátkodobé termínované vklady) v **PFI** a v **ústrednej štátnej správe**.

M3: široký menový agregát. Zahŕňa **M2** a obchodovateľné nástroje, t.j. **repo obchody**, podiely/akcie podielových fondov **peňažného trhu** a **dlhové cenné papiere** vydané **PFI** so splatnosťou do dvoch rokov vrátane.

Obchody na voľnom trhu [Open market operation]: obchody uskutočňované z podnetu centrálnej banky na finančnom trhu. So zreteľom na účel, pravidelnosť a postupy môžu byť operácie **Eurosystému** na voľnom trhu rozdelené do štyroch kategórií: **hlavné refinančné operácie**, **dlhodobejšie refinančné operácie**, **dolaďovacie obchody** a štruktúrne obchody. Čo sa týka použitých nástrojov, hlavným nástrojom Eurosystému na voľnom trhu sú **reverzné obchody**, ktoré sa môžu využívať vo všetkých štyroch kategóriách operácií. Okrem toho sú pre štruktúrne obchody k dispozícii emisie dlhových certifikátov a priame obchody, zatiaľ čo na uskutočňovanie dolaďovacích obchodov sú k dispozícii priame obchody, **devízové swapy** a prijímanie termínovaných vkladov.

Opcia [Option]: finančný nástroj, ktorý dáva jeho majiteľovi právo, nie však povinnosť, kúpiť alebo predať určité aktíva (napr. dlhopisy alebo akcie) za vopred stanovenú cenu (realizačná cena) v určenom dni v budúcnosti alebo do takéhoto dňa (deň realizácie alebo splatnosti).

Pakt stability a rastu [Stability and Growth Pact]: pozostáva z dvoch nariadení Rady, a to z (i) nariadenia (ES) č. 1466/97 zo 7. júla 1997 o sprisňovaní dohľadu nad rozpočtovými pozíciami a o dohľade nad hospodárskymi politikami a ich koordinácii a (ii) nariadenia (ES) č. 1467/97 zo 7. júla 1997 o urýchlení a vyjasnení implementovania **postupu pri nadmernom deficite** a z uznesenia o Pakte stability a rastu prijatého na amsterdamskom samite 17. júna 1997. Tento pakt má slúžiť ako prostriedok na zabezpečenie zdravých vládnych financií v tretej etape **Hospodárskej a menovej únie (EMU)** v záujme vytvorenia priaznivých podmienok pre **cenovú stabilitu** a silný udržateľný rast vedúci k tvorbe pracovných miest. Ako strednodobý cieľ sa konkrétne vyžaduje, aby rozpočtová pozícia členských štátov bola prebytková alebo zhruba vyrovnaná.

Peňažný trh [Money market]: trh, na ktorom sa získavajú alebo investujú krátkodobé prostriedky alebo sa s nimi obchoduje prostredníctvom nástrojov s pôvodnou splatnosťou do jedného roku vrátane.

Periódna udržiavania povinných minimálnych rezerv [Maintenance period]: obdobie, za ktoré sa zisťuje, či **úverové inštitúcie** splnili povinnosti udržiavania **povinných minimálnych rezerv**. Od 10. marca 2004 stanovené periódny udržiavania povinných minimálnych rezerv začínajú v zúčtovací deň prvej **hlavnej refinančnej operácie** nasledujúcej po zasadnutí **Rady guvernérov**, na programe ktorého je pravidelné mesačné hodnotenie vývoja menovej politiky. **ECB** zverejňuje kalendár stanovených periód najmenej tri mesiace pred začiatkom každého roka.

PFI (peňažné finančné inštitúcie) [MFIs (monetary financial institutions)]: finančné inštitúcie, ktoré tvoria sektor emisie/tvorby peňazí v **eurozóne**. Patrí k nim **ECB**, národné centrálné banky krajín eurozóny, **úverové inštitúcie** a podielové fondy **peňažného trhu** so sídlom v eurozóne.

Platobná bilancia [Balance of payments (b.o.p.)]: štatistický výkaz, v ktorom sa súhrnne vykazujú transakcie krajiny voči zvyšku sveta v stanovenom období. Vykazujú sa transakcie v rámci obchodnej

bilancie, bilancie služieb a bilancie výnosov, v rámci finančných pohľadávok a záväzkov voči zvyšku sveta a transakcie, ktoré sú klasifikované ako transfery (napr. odpustenie dlhu).

Portfóliové investície [Portfolio investment]: čisté transakcie a pozície v cenných papieroch vydaných nerezidentmi eurozóny rezidentov **eurozóny** („aktíva“) a čisté transakcie a pozície v cenných papieroch vydaných rezidentmi eurozóny nerezidentov eurozóny („pasíva“). Zahŕňajú majetkové cenné papiere a **dlhové cenné papiere** (dlhopisy, pokladničné poukážky a nástroje **peňažného trhu**) bez súm vykázaných v **priamych investíciách** a rezervných aktív.

Postup pri nadmernom deficite [Excessive deficit procedure]: ustanovenia, ktoré sú obsiahnuté v článku 104 **zmluvy** a bližšie určené v Protokole č. 20 o postupe v prípade nadmerného deficitu a ktoré požadujú, aby členské štáty EÚ zachovávali rozpočtovú disciplínu, definujú pre rozpočtové pozície kritériá nadmernosti deficitu a stanovujú kroky, ktoré sa majú podniknúť v prípade, ak sa zistí, že kritériá pre rozpočtový schodok alebo štátny dlh nie sú splnené. Uvedené ďalej dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 1467/97 zo 7. júla 1997 o urýchlení a vyjasnení implementovania postupu v prípade nadmerného deficitu, ktoré je súčasťou **Paktu stability a rastu**.

Povinné minimálne rezervy [Reserve requirement]: minimálny objem rezerv **úverovej inštitúcie** povinne uložených v **Eurosysteme**. Splnenie tejto požiadavky sa vyhodnocuje na základe priemeru denných zostatkov v **perióde udržiavania povinných minimálnych rezerv** približne jeden mesiac.

Priame investície [Direct investment]: cezhraničné investície určené na získanie dlhodobej účasti v podniku so sídlom v inom štáte (predpokladá sa majetková účasť zodpovedajúca najmenej 10 % kmeňových akcií alebo hlasovacích práv).

Primárne saldo [Primary balance]: čistý úver prijatý alebo poskytnutý vládou bez započítania úrokov platených za konsolidované vládne pasíva.

Pristupujúce krajiny [Acceding countries]: ide o desať krajín – Českú republiku, Estónsko, Cyprus, Lotyšsko, Litvu, Maďarsko, Maltu, Poľsko, Slovinsko a Slovensko – ktoré v roku 2003 podpísali Zmluvu o pristúpení k EÚ a 1. mája 2004 vstúpili do EÚ.

Projekcie [Projections]: výsledok prognostických činností vykonávaných štyrikrát za rok, projektujúci možný makroekonomický vývoj v **eurozóne**. Projekcie odborníkov **Eurosystemu** sú uverejňované v júni a v decembri a projekcie odborníkov ECB v marci a v septembri. Sú súčasťou piliera **ekonomických analýz** stratégie menovej politiky **Európskej centrálnej banky** a jedným z viacerých vstupov pre hodnotenie rizík **cenovej stability Radou guvernérov**.

Rada ECOFIN [ECOFIN Council]: rokovanie Rady EÚ, na ktorom sa zúčastňujú ministri hospodárstva a ministri financií.

Rada guvernérov [Governing Council]: najvyšší rozhodovací orgán **ECB**. Jeho členmi sú členovia **Výkonnej rady** ECB a guvernéri NCB krajín, ktoré prijali euro.

Referenčná hodnota rastu M3 [Reference value for M3 growth]: ročná miera rastu **M3** v strednodobom horizonte, konzistentná s udržiavaním **cenovej stability**. V súčasnosti sa referenčná hodnota ročnej miery rastu M3 rovná 4,5 %.

Referenčné portfólio [Benchmark portfolio]: vo vzťahu k investíciám je to referenčné portfólio alebo index konštruovaný na základe cieľov stanovených vo vzťahu k likvidite, rizikivosti a rentabilite investícií. Referenčné portfólio slúži ako báza na porovnanie výkonnosti daného portfólia.

Reverzný obchod [Reverse transaction]: operácia, prostredníctvom ktorej centrálna banka nakupuje alebo predáva aktíva formou **dohody o spätnom odkúpení** alebo uskutočňuje úverové operácie oproti **kolaterálu**.

Riadenie organizácie [Corporate governance]: postupy a spôsoby, ktorými je organizácia riadená a kontrolovaná. Štruktúra riadenia organizácie vymedzuje rozdelenie právomocí a zodpovednosti medzi jej rôznymi súčasťami – napríklad dozornou radou, predstavenstvom, akcionármi a inými zainteresovanými – a načrtáva pravidlá a postupy, ktorými sa riadia rozhodovacie procesy.

Riziko likvidity [Liquidity risk]: riziko, že **zmluvná strana** nesplatí svoj záväzok úplne v deň jeho splatnosti, ale v neurčenom neskoršom čase.

Riziko zúčtovania [Settlement risk]: všeobecný termín používaný na pomenovanie rizika, že zúčtovanie v transferovom systéme sa neuskutoční, tak ako sa očakáva. Do tohto rizika môže spadať **úverové riziko** a **riziko likvidity**.

Sadzba povinných minimálnych rezerv (Sadzba PMR) [Reserve ratio]: sadzba stanovená centrálnou bankou pre každú kategóriu súvahových položiek zahrnutých do **základne na výpočet povinných minimálnych rezerv**. Sadzby sa používajú pri výpočte stanovených **povinných minimálnych rezerv**.

Sektor verejnej správy [General government]: sektor, ktorý podľa definície **ESA 95** zahŕňa rezidentské subjekty orientujúce sa najmä na produkciu netrhových tovarov a služieb určených na individuálnu a spoločnú spotrebu a na prerozdeľovanie národného dôchodku a bohatstva. Zahŕňa ústrednú štátnu správu, regionálnu štátnu správu, miestnu samosprávu a fondy sociálneho zabezpečenia. Nepatria sem subjekty vo vlastníctve štátu, ktoré sa zaoberajú komerčnou činnosťou, napríklad štátne podniky.

Straight-through processing (STP): automatizované spracovanie obchodov/platieb od začiatku až do konca, vrátane automatického generovania, potvrdenia, vyrovnania a zúčtovania.

Systém hrubého zúčtovania v reálnom čase (RTGS) [Real-time gross settlement (RTGS) system]: systém zúčtovania, v ktorom sa spracovanie a zúčtovanie uskutočňuje spôsobom pokyn po pokyne (bez v zájomného započítavania) v reálnom čase (priebežne) (pozri tiež **TARGET**).

Systém zúčtovania cenných papierov [Securities settlement system (SSS)]: systém, ktorý umožňuje držbu a prevody cenných papierov bez platby, oproti platbe (dodávka oproti platbe) alebo oproti iným aktívam (dodávka oproti dodávke). Zahŕňa všetky inštitucionálne a technické riešenia vyžadované pre zúčtovanie obchodov s cennými papiermi a bezpečnú úschovu cenných papierov. Systém môže byť prevádzkovaný ako systém hrubého zúčtovania v reálnom čase, systém hrubého zúčtovania alebo systém čistého zúčtovania. Zúčtovací systém umožňuje započítanie (vyrovnanie) záväzkov účastníkov.

Systémové riziko [Systemic risk]: riziko, že neschopnosť jednej inštitúcie splatiť svoje záväzky v čase ich splatnosti spôsobí, že ani ostatné inštitúcie nebudú schopné splatiť svoje záväzky v čase

ich splatnosti. Takáto neschopnosť môže spôsobiť závažné likviditné alebo úverové problémy a v konečnom dôsledku môže ohroziť stabilitu alebo dôveryhodnosť trhov.

TARGET (Transeurópsky expresný automatizovaný systém hrubého zúčtovania v reálnom čase) [TARGET – Trans-European automated real-time Gross settlement Express Transfer system]: systém hrubého zúčtovania v reálnom čase (RTGS) v eurách. Je to decentralizovaný systém, ktorý pozostáva z 15 národných systémov RTGS, platobného mechanizmu ECB a mechanizmu prepojenia.

Trh s dlhopismi [Bond market]: trh, na ktorom sa vydávajú dlhodobejšie **dlhové cenné papiere** a obchoduje sa s nimi.

Úrokové miery PFI [MFI interest rates]: úrokové miery rezidentských **PFI** okrem centrálnych bánk a podielových fondov **peňažného trhu** z eurových vkladov a úverov domácností a nefinančných spoločností so sídlom v **eurozóne**.

Ústredná štátna správa [Central government]: štátna správa podľa definície **Európskeho systému účtov 1995**, ale bez regionálnych štátnych správ a miestnych samospráv (pozri tiež **Sektor verejnej správy**).

Úverová inštitúcia [Credit institution]: (i) podnik, ktorého predmetom činnosti je prijímať vklady alebo iné splatné peňažné prostriedky od verejnosti a poskytovať úvery na vlastný účet alebo (ii) podnik alebo právnická osoba iná ako v bode (i), ktorá vydáva platobné prostriedky vo forme elektronických peňazí.

Úverové riziko [Credit risk]: riziko, že **zmluvná strana** nesplátí svoj záväzok úplne v deň jeho splatnosti alebo v neskoršom čase. Úverové riziko zahŕňa riziko náhrady nákladov a riziko istiny. Zahŕňa aj riziko zúčtovania.

Úvery PFI rezidentom eurozóny [MFI credit to euro area residents]: pôžičky **PFI** poskytnuté rezidentom **eurozóny** iným ako **PFI** (vrátane **sektora verejnej správy** a súkromného sektora) a cenné papiere emitované rezidentmi eurozóny inými ako **PFI** (akcie a iné majetkové a **dlhové cenné papiere**) v držbe **PFI**.

Výkonná rada [Executive Board]: jeden z rozhodovacích orgánov **ECB**. Členmi Výkonnej rady sú prezident a viceprezident ECB a ďalší štyria členovia menovaní po vzájomnej dohode hláv štátov a vlád krajín, ktoré prijali euro.

Základňa na výpočet povinných minimálnych rezerv [Reserve base]: základňou na výpočet výšky **povinných minimálnych rezerv úverovej inštitúcie** je súčet stanovených položiek súvahy (najmä pasív).

Zmluva [Treaty]: zmluva o založení Európskeho spoločenstva („Rímska zmluva“). Zmluva bola viackrát novelizovaná, predovšetkým zmluvou o Európskej únii („Maastrichtská zmluva“), ktorá položila základy **Hospodárskej a menovej únie** a obsahuje Štatút **ESCB**.

Zmluvná strana [Counterparty]: je druhou stranou finančnej transakcie (napríklad akejkoľvek transakcie s centrálnou bankou).

