



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

VÝROČNÁ SPRÁVA 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

VÝROČNÁ SPRÁVA  
2005

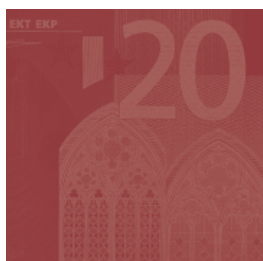
EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

BCE ECB EZB EKT EKP





EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA



V roku 2006  
je vo všetkých  
publikáciách ECB  
použitý motív  
z bankovky 5 eur.

## VÝROČNÁ SPRÁVA 2005

© Európska centrálna banka 2006

**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.  
Záväzným je originálne anglické znenie.*

*Fotografie:  
David Farrell  
Martin Joppen  
Robert Metsch  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen*

*Redakčná uzávierka údajov uvedených  
v tejto správe bola 24. februára 2006.*

ISSN 1830-2920 (tlačaná verzia)

ISSN 1830-3005 (elektronická verzia)

# OBSAH

<b>PREDSLOV</b>	<b>12</b>	4.2. Nové a rozšírené štatistiky	<b>107</b>
		4.3. Štatistické produkty na posudzovanie konvergenencie	<b>108</b>
<b>KAPITOLA 1 HOSPODÁRSKY VÝVOJ A MENOVÁ POLITIKA</b>		<b>5. EKONOMICKÝ VÝSKUM</b>	<b>109</b>
<b>1. ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY</b>	<b>18</b>	5.1. Výskumný program	<b>109</b>
		5.2. Výskumné skupiny	<b>111</b>
<b>2. MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ</b>	<b>22</b>	<b>6. OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI</b>	<b>112</b>
2.1. Globálne makroekonomické prostredie	<b>22</b>	6.1. Dodržiavanie zákazu menového financovania a privilegovaného prístupu	<b>112</b>
2.2. Menový a finančný vývoj	<b>25</b>	6.2. Poradenské funkcie	<b>112</b>
2.3. Cenový vývoj	<b>48</b>	6.3. Správa prijímania a poskytovania úverov európskeho spoločenstva	<b>114</b>
2.4. Vývoj produkcie, dopytu a trhu práce	<b>54</b>		
2.5. Fiškálny vývoj	<b>62</b>		
2.6. Vývoj výmenných kurzov a platobnej bilancie	<b>67</b>		
<b>3. HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EÚ NEPATRIACICH DO EUROZÓNY</b>	<b>76</b>	<b>KAPITOLA 3 FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA</b>	
		<b>1. FINANČNÁ STABILITA</b>	<b>118</b>
		1.1. Monitorovanie finančnej stability	<b>118</b>
		1.2. Spolupráca v prípade finančnej krízy	<b>120</b>
		<b>2. FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD</b>	<b>122</b>
		2.1. Všeobecné informácie	<b>122</b>
		2.2. Bankový systém	<b>122</b>
		2.3. Cenné papiere	<b>122</b>
		2.4. Účtovníctvo	<b>123</b>
		<b>3. FINANČNÁ INTEGRÁCIA</b>	<b>125</b>
		<b>4. DOHĽAD NAD TRHOVOU INFRAŠTRUKTÚROU</b>	<b>131</b>
		4.1. Dohľad nad systémami a infraštruktúrou pre veľké platby v eurách	<b>131</b>
		4.2. Retailové platobné služby	<b>132</b>
		4.3. Zúčtovanie a vysporiadanie obchodov s cennými papiermi	<b>133</b>
<b>KAPITOLA 2 OPERÁCIE A ČINNOSTI CENTRÁLNEJ BANKY</b>		<b>KAPITOLA 4 EURÓPSKE A MEDZINÁRODNÉ VZŤAHY</b>	
<b>1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY</b>	<b>88</b>	<b>1. EURÓPSKE OTÁZKY</b>	<b>138</b>
1.1. Operácie menovej politiky	<b>88</b>	1.1. Otázky hospodárskej politiky	<b>138</b>
1.2. Devízové operácie	<b>93</b>	1.2. Inštitucionálne otázky	<b>141</b>
1.3. Investičné aktivity	<b>93</b>		
<b>2. PLATOBNÉ SYSTÉMY A SYSTÉMY ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV</b>	<b>96</b>		
2.1. Systém TARGET	<b>96</b>		
2.2. TARGET2	<b>98</b>		
2.3. Cezhraničné používanie kolaterálu	<b>99</b>		
<b>3. BANKOVKY A MINCE</b>	<b>101</b>		
3.1. Obeh eurových bankoviek a mincí a spracovávanie obeživa	<b>101</b>		
3.2. Falšovanie a potláčanie falšovania bankoviek	<b>102</b>		
3.3. Emisia a výroba bankoviek	<b>103</b>		
<b>4. ŠTATISTIKA</b>	<b>106</b>		
4.1. Celkový štatistický vývoj v eurozóne	<b>106</b>		

1.3. Vývoj a vzťahy s krajinami prístupujúcimi do EÚ a s krajinami kandidujúcimi na členstvo v EÚ	142	<b>2. ORGANIZAČNÝ VÝVOJ</b>	174
		2.1. Ľudské zdroje	174
<b>2. MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY</b>	144	2.2. Skúmanie účinnosti a efektívnosti ECB	176
2.1. Kľúčové aspekty vývoja medzinárodného menového a finančného systému	144	2.3. Nové priestory ECB	176
2.2. Spolupráca s krajinami mimo EÚ	146	<b>3. SOCIÁLNY DIALÓG ESCB</b>	178
<b>KAPITOLA 5</b>		<b>4. ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB</b>	179
<b>ZODPOVEDNOSŤ</b>		Správa o činnosti za rok končiaci 31. decembra 2005	180
<b>1. ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI</b>		Súvaha k 31. decembru 2005	182
<b>A EURÓPSKEMU PARLAMENTU</b>	152	Výkaz ziskov a strát za rok končiaci 31. decembra 2005	184
<b>2. VYBRANÉ TÉMY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA</b>		Účtovné pravidlá	185
<b>STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM</b>	153	Poznámky k súvahe	189
		Poznámky k výkazu ziskov a strát	196
		Poznámka k rozdeleniu zisku/straty	199
		Správa audítora	201
		<b>5. KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSYSTÉMU</b>	
<b>KAPITOLA 6</b>		<b>K 31. DECEMBRU 2005</b>	202
<b>EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA</b>		<b>PRÍLOHY</b>	
<b>1. KOMUNIKAČNÁ POLITIKA</b>	158	<b>PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB</b>	206
<b>2. KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY</b>	159	<b>STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB</b>	208
<b>KAPITOLA 7</b>		<b>CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY</b>	
<b>INŠTITUCIONÁLNY RÁMEC, ORGANIZÁCIA</b>		<b>V EUROSYSTÉME</b>	213
<b>A ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA</b>		<b>PUBLIKÁCIE ECB VYDANÉ OD ROKU 2005</b>	215
<b>1. ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB</b>	165	<b>SLOVNÍK POJMOV</b>	221
1.1. Eurosystem a Európsky systém centrálnych bánk	165	<b>ZOZNAM BOXOV</b>	
1.2. Rada guvernérov	166	1. Premennivý charakter výraznej dynamiky menového rastu v posledných rokoch	28
1.3. Výkonná rada	168	Graf A Komponenty M3	29
1.4. Generálna rada	170	Graf B Vývoj M3 a jeho protipoložíek	29
1.5. Výbory Eurosystemu/ESCB, Výbor pre rozpočet a Konferencia pre ľudské zdroje	171	Graf C Sektorové členenie vkladov súkromného sektora	30
1.6. Riadenie inštitúcie	172		



2. Vplyv rastu cien ropy na výnosy dlhopisov a ceny akcií: porovnanie historického vývoja v eurozóne a Spojených štátoch	36	7. Vývoj emisie dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v eurozóne	64
Tabuľka A Zmeny výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov v eurozóne a v Spojených štátoch za dvanásťmesačné obdobia predchádzajúce vyvrcholeniam cien ropy	37	Tabuľka A Ročné miery rastu dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne	64
Tabuľka B 12-mesačné zmeny burzových cien v eurozóne a v Spojených štátoch pred vyvrcholeniami cien ropy	38	Tabuľka B Štruktúra dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne	65
3. Rozdiely v tempe rastu úverov domácnostiam v krajinách eurozóny	41	Graf A Dlhové cenné papiere sektora verejnej správy v roku 2005 podľa krajiny emitenta	66
Graf A Rozpätie rastu úverov PFI domácnostiam v krajinách eurozóny	42	Graf B Čisté emisie dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v roku 2005 podľa krajiny emitenta	66
Graf B Vážený variačný koeficient ročnej miery rastu úverov PFI domácnostiam	43	8. „Recyklovanie“ ropných príjmov a jeho vplyv	70
Graf C Rast úverov PFI domácnostiam a zadlženosť domácností v krajinách eurozóny	43	Graf A Príjmy z vývozu ropy	71
Graf D Dynamika trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a objem úverov v eurozóne v rokoch 1999 – 2004	44	Graf B Čisté aktíva OPEC a menová štruktúra	71
4. Skupina na analýzu pretrvávania inflácie a správania sa v oblasti tvorby cien v eurozóne	51	Graf C Čisté aktíva Ruska a menová štruktúra	72
5. Štruktúra hospodárskeho rastu eurozóny podľa sektorov	56	Tabuľka Trhové podiely vybraných ekonomík na dovoze krajín OPEC a SNŠ	72
Graf A Štruktúra celkovej reálnej hrubej pridanej hodnoty	57	9. Služby Eurosystemu v oblasti správy rezerv	114
Graf B Štruktúra reálnej hrubej pridanej hodnoty v službách	57	10. Študijná skupina pre kapitálové trhy a finančnú integráciu v Európe	125
Tabuľka Sektorová štruktúra reálnej hrubej pridanej hodnoty v eurozóne	58	11. Porovnanie úrokových sadzieb hypotekárnych úverov v jednotlivých regiónoch eurozóny a Spojených štátov	127
Graf C Pridaná hodnota v sektore služieb eurozóny	58	Graf A Rozptyl variabilných a krátkodobých úrokových sadzieb z úverov domácnostiam na bývanie a zodpovedajúcich trhových úrokových sadzieb v regiónoch Spojených štátov a v krajinách eurozóny	127
Graf D Pridaná hodnota v sektore priemyslu eurozóny	58	Graf B Rozptyl dlhodobých úrokových sadzieb z úverov domácnostiam na bývanie a zodpovedajúcich trhových úrokových sadzieb v regiónoch Spojených štátov a v krajinách eurozóny	127
6. Pokrok v štrukturálnych reformách trhu práce, výrobkov a služieb EÚ	61	12. Verejné stanoviská ECB k reforme Paktu stability a rastu	139

## ZOZNAM TABULIEK

1. Cenový vývoj	49	13. Reálne výnosy dlhopisov a rovnovážna (breakeven) miera inflácie v eurozóne	34
2. Ukazovatele nákladov práce	53	14. Burzové indexy	39
3. Štruktúra rastu reálneho HDP	55	15. Rast aktuálnych a očakávaných výnosov spoločností na akciu	40
4. Vývoj na trhu práce	60	16. Úvery PFI domácnostiam	41
5. Fiškálna pozícia krajín eurozóny	63	17. Úrokové miery z úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam	41
6. Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	76	18. Dlh domácností a ich zaťaženie dlhovou službou	45
7. Inflácia HICP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	77	19. Reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností eurozóny	45
8. Fiškálne pozície členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a eurozóny	79	20. Ukazovatele ziskovosti kótovaných nefinančných spoločností eurozóny	47
9. Platobná bilancia, vybrané položky	80	21. Štruktúra reálnej ročnej miery rastu externého financovania nefinančných spoločností	47
10. Vývoj v ERM II	81	22. Pomer dlhu sektora nefinančných spoločností	48
11. Oficiálna stratégia menovej politiky členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny	83	23. Štruktúra inflácie HICP: hlavné zložky	50
12. Platby v systéme TARGET	97	24. Podiel hlavných zložiek na inflácii HICP	50
13. Celková dostupnosť systému TARGET	97	25. Vývoj cien nehnuteľností na bývanie	53
14. Štruktúra falzifikátov podľa nominálnej hodnoty	102	26. Štruktúra cien priemyselných výrobcov	53
15. Výroba eurových bankoviek v roku 2005	104	27. Odmena na zamestnanca podľa sektorov	54
		28. Príspevky k štvrtročnému rastu reálneho HDP	54
		29. Indikátory dôvery	56
		30. Nezamestnanosť	59
		31. Produktivita práce	60
		32. Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura	69
		33. Bežný účet a jeho zložky	69
		34. Finančný účet eurozóny	74
		35. Finančné toky z eurozóny do nových členských štátov EÚ	74
		36. Čistá medzinárodná investičná pozícia	74
		37. Zmeny výmenných kurzov eura voči menám krajín EÚ, ktoré nevstúpili do ERM II	82
		38. Faktory likvidity v eurozóne v roku 2005	88
		39. Akceptovateľné obchodovateľné aktíva	91
		40. Akceptovateľné obchodovateľné aktíva predložené ako kolaterál	91
		41. Rozdiel medzi podielom akceptovateľných obchodovateľných aktív a podielom aktív predložených ako kolaterál	92

## ZOZNAM GRAFOV

1. Úrokové sadzby ECB a úrokové miery peňažného trhu	19
2. Hlavné ukazovatele vývoja vo významných priemyselných krajinách	22
3. Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch	24
4. Agregát M3 a úvery súkromnému sektoru	26
5. Príspevky k ročnému rastu M3	26
6. Krátkodobé úrokové miery z vkladov	27
7. Príspevky k ročnému rastu krátkodobých vkladov a dohôd o spätnom odkúpení	27
8. Protipoložky M3	31
9. Odhad peňažnej medzery	32
10. Krátkodobé úrokové miery v eurozóne a sklon výnosovej krivky peňažného trhu	33
11. Úrokové miery trojmesačných futures EURIBOR a implikovaná volatilita odvodená z opcií na trojmesačné futures EURIBOR	33
12. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov	34

42. Celková hodnota bankoviek v obehu v rokoch 2000 až 2005	<b>101</b>
43. Celkový počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2005	<b>101</b>
44. Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2005	<b>102</b>
45. Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2005	<b>103</b>
46. Príspevky v ECB Working Papers podľa klasifikácie Journal of Economic Literature	<b>110</b>



## 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
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
HMÚ	Hospodárska a menová únia
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 výtvarné umenie členských štátov Európskej únie“. Cieľom výstav je dať zamestnancom i návštevníkom ECB možnosť oboznámiť sa s umením jednotlivých krajín EÚ. Súčasné 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 siedmich stranách, ktoré oddeľujú kapitoly Výročnej správy, sú reprodukované vybrané diela z tejto zbierky.

**Autor: Peter Sauerer**

Názov: Großmarkthalle, 2004

Technika: drevo a špagát, rozmery: 90 x 20 x 15 cm 16

**Autor: Ilse Haider**

Názov: Kopf eines Athleten, 1994

Technika: vřbové prúty, fotoemulzia, rozmery: 180 x 120 x 40 cm 86

**Autor: Pep Agut**

Názov: Read your voice, 2000

Technika: rôzne médiá, rozmery: 190 x 195 cm 116

**Autor: Maria Hedlund**

Názov: Loosing Ground, 2003

Technika: štvorfarebná tlač na hliníkovom podklade, rozmery: každý 85 x 76 cm 136

**Autor: David Farrell**

Názov: Ballynultagh, 2000 (zo série "Innocent Landscapes")

Technika: fotografia, rozmery: 100 x 100 cm 150

**Autor: Natividad Bermejo**

Názov: Duérmete niño, 2000

Technika: uhlík na papieri, rozmery: 145 x 212 cm 156

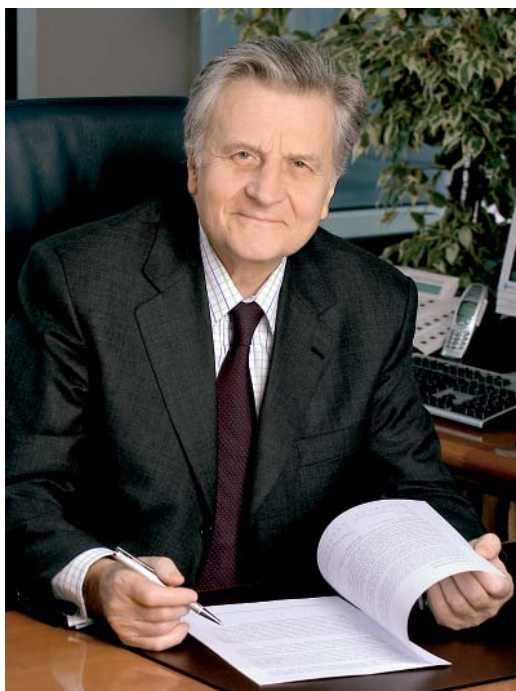
**Autor: Pedro Proença**

Názov: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Technika: akryl na plátne, rozmery: 200 x 150 cm 162



# **PREDSLOV**



Rád by som začal zložením holdu môjmu predchodcovi Wimovi Duisenbergovi, nášmu prvému prezidentovi, ktorý nás minulý rok navždy opustil. Ako som pri viacerých príležitostiach povedal – v Amsterdame, vo Frankfurte a v mnohých iných mestách po celej Európe – táto inštitúcia, Európska centrálna banka, jej pracovníci, ja a moji kolegovia z Výkonnej rady, Rady guvernérov a Generálnej rady, my všetci sme zaviazaní Wimovi nesmiernou vďačnosťou. Spomienka na neho zostane navždy s nami, alebo, ako by povedal Chateaubriand, „smrť ho neporazila, len ho urobila neviditeľným”.

\*\*\*

V roku 2005 eurozóna zaznamenala rast reálneho HDP o 1,4 % v porovnaní s 1,8 % v roku 2004 a 0,7 % v roku 2003. Tempo hospodárskej aktivity v prvom polroku bolo mierne, ale v druhej polovici roka malo tendenciu zrýchľovať sa, ťažiac z pokračujúceho silného rastu globálneho dopytu, mohutného rastu podnikových ziskov a veľmi priaznivých podmienok financovania. Preukázalo sa teda, že hospodárska aktivita

sa dokáže relatívne dobre zotaviť z vysokých a volatilných cien ropy. Avšak v dôsledku rozsiahleho zvýšenia cien surovín a energií a v menšej miere aj zvýšenia regulovaných cien a nepriamych daní bola v roku 2005 ročná inflácia HICP 2,2 % – bola teda mierne vyššia ako jej úroveň 2,1 % zaznamenaná v predchádzajúcich dvoch rokoch. Domáce inflačné tlaky však zostali pod kontrolou, nakoľko mierny vývoj v mzdovej oblasti a priaznivý vývoj cien dovážaných výrobkov do určitej miery kompenzovali zvýšenie cien surovín a energií.

\*\*\*

V prostredí utlmených domácich inflačných tlakov ponechala Rada guvernérov po väčšiu časť roka kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené, na historicky nízkej úrovni 2 %, pričom naďalej starostlivo sledovala dlhodobejšie inflačné očakávania. Keď rok pokročil, ekonomická analýza ECB ukázala, že inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom výhľade sa zvyšujú. Toto hodnotenie potvrdila menová analýza, vzhľadom na výrazný rast peňažnej zásoby a úverov v situácii už aj tak vysokého stavu likvidity. Ku koncu roku 2005 pravidelné porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy ukázalo, že úprava prispôsobivého nastavenia menovej politiky ECB bola vo svetle týchto rizík potrebná. Preto sa Rada guvernérov 1. decembra 2005 rozhodla zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov, keď ich predtým dva a pol roka nechávala nezmenené.

Inflačné očakávania za eurozónu ako celok sú pevne ukotvené na úrovniach, ktoré sú v zhode s cenovou stabilitou, čo odrážajú výsledky prieskumov a finančné ukazovatele. To prispelo k zabezpečeniu nízkej úrovne rizikovej prémie obsiahnutej v nominálnych úrokových mierach celého spektra splatností a tým viedlo k nižším úrovniam krátkodobých a dlhodobých úrokových mier. Vysoká miera dôveryhodnosti ECB a jej politika orientovaná na stabilitu tak pomohli udržať veľmi priaznivé podmienky

financovania pre investorov, čím sa podporil hospodársky rast a tvorba pracovných miest. Táto dôveryhodnosť a politika ECB prispeli k zachovaniu kúpnej sily spotrebiteľov, ktorá má pre všetkých rezidentov eurozóny veľký význam, v neposlednom rade pre občanov s nízkymi príjmami. Je nevyhnutne potrebné, aby sa toto aktívum eurozóny zachovalo. S týmto úmyslom bude Rada guvernérov naďalej pozorne sledovať vývoj vo všetkých relevantných oblastiach, aby sa zabezpečilo, že strednodobé až dlhodobé inflačné očakávania zostanú pevne ukotvené na úrovniach zodpovedajúcich cenovej stabilite.

\*\*\*

Úspech HMÚ závisí aj od udržateľných rozpočtových politík a komplexných štrukturálnych reforiem zameraných na zvýšenie rastového potenciálu eurozóny. Táto súhra politík podporí nielen súdržnosť a pružnosť ekonomiky eurozóny, ale tiež menovú politiku pri plnení jej úlohy udržiavať cenovú stabilitu, čím sa zvýši efektívnosť hospodárstva a prispeje sa k udržateľnému rastu produkcie a tvorbe pracovných miest.

Dodržanie dohodnutých rozpočtových pravidiel posilní udržateľnosť verejných financií, čo má v neposlednom rade rozhodujúci význam vzhľadom na očakávaný dopad starnutia populácie na rozpočty. Z tohto dôvodu bol Eurosystem vždy veľkým zástancom Paktu stability a rastu. Dôsledné a úplné implementovanie revidovaných pravidiel prispeje k rozpočtovej disciplíne a pomôže obnoviť dôveryhodnosť fiškálneho rámca EÚ, ako aj dôveru v obozretné rozpočtové politiky. Zostavovanie spoľahlivých štatistík verejných financií a ich včasné zasielanie má rozhodujúci význam pre európsky fiškálny rámec a účinné fungovanie vzájomného dohľadu.

V posledných rokoch sa dosiahol v oblasti štrukturálnych reforiem určitý pokrok, avšak strednodobá revízia Lisabonskej stratégie z marca 2005 ukázala, že na to, aby sa potenciál

hospodárskeho rastu a zamestnanosti zlepšil, je potrebné podstatne väčšie úsilie. Pružnejšie trhy práce, tovarov a služieb a pružnejšie finančné trhy podnecujú k lepšiemu rozdeľovaniu zdrojov a stimulujúcejšie podnikateľské prostredie podporuje schopnosť inovovať, investovať a vytvárať pracovné miesta. Stojí pred nami aj výzva dobudovať vnútorný trh, vrátane trhu služieb, čo umožní podnikom ťažiť z efektov hromadnej produkcie a zvyšujúcej sa hospodárskej efektívnosti. Celkovo možno príležitosti prameniace z globalizácie a prudkých technologických zmien najlepšie využiť, ak sa umožnia a urýchlia štrukturálne zmeny. To ponúka občanom Európy najlepšie vyhliadky budúcej prosperity.

\*\*\*

Eurosystem venuje veľkú pozornosť vývoju v oblasti európskej finančnej integrácie. Finančná integrácia prispieva k plynulej implementácii jednotnej menovej politiky v celej eurozóne, ako aj k efektívnemu rozdeľovaniu finančných zdrojov a tým k hospodárskemu rastu. Má dosah na úlohu Eurosystemu chrániť finančnú stabilitu a je dôležitá aj z hľadiska efektívnej prevádzky a plynulého fungovania systémov zúčtovania a vysporiadania obchodov. V septembri 2005 ECB uverejnila svoju prvú správu o finančnej integrácii obsahujúcu skupinu ukazovateľov tejto integrácie v eurozóne. Tieto ukazovatele poukazujú na zvýšenie finančnej integrácie, hoci jej miera sa v závislosti od jednotlivých trhových segmentov líši. A nakoniec, ESCB pri rešpektovaní cieľa cenovej stability podporuje základné ciele EÚ, medzi ktoré patrí finančná integrácia.

Úplná integrácia sa už dosiahla v oblasti systémov hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase, prostredníctvom systému TARGET. Eurosystem aktívne pracuje na príprave systému TARGET2, ktorý ponúkne dokonalejšie služby a nový cenový rámec hlavných služieb. Prvým krajinám, ktoré na TARGET2 prejdú, sa tento systém sprístupní 19. novembra 2007. Očakáva



sa, že všetky účastnícke centrálné banky TARGET2 budú spolu so svojimi domácimi bankovými komunitami využívať nový systém do mája 2008.

Čo sa týka retailových platobných systémov, vytvorenie jednotnej oblasti platieb v eurách (Single Euro Payments Area – SEPA) zostáva rozhodujúcim cieľom. V rámci SEPA budú klienti môcť uskutočňovať platby v eurozóne z jedného bankového účtu pomocou jednotného súboru nástrojov, a to tak efektívne a bezpečne ako v súčasnosti vo vnútroštátnom kontexte. Predpokladá sa, že občanom sa táto možnosť sprístupní do roku 2008. Eurosystém tento termín plne podporuje; jeho dodržanie si však vyžaduje vysokú angažovanosť všetkých zúčastnených strán.

Po podpísaní Zmluvy o Ústave pre Európu (Európska ústava) v októbri 2004 začali členské štáty potrebné ratifikačné procedúry. Zatiaľ Európsku ústavu ratifikovalo alebo má k formálnej ratifikácii blízko 15 členských štátov. Vo Francúzsku a v Holandsku ústava nezískala podporu väčšiny. Podľa názoru ECB Európska ústava vyjasňuje právny a inštitucionálny rámec EÚ a zvyšuje schopnosť únie konať na európskej a medzinárodnej úrovni a súčasne potvrdzuje existujúci menový rámec. Treba zdôrazniť, že ratifikačný proces sa fungovania menovej únie netýka a stabilitu eura neovplyvňuje. ECB, či už bude pôsobiť pod hlavičkou zmluvy alebo Európskej ústavy, bude pokračovať v zabezpečovaní dôveryhodnosti eura a cenovej stability, ktorá je nevyhnutnou podmienkou neinflačného makroekonomického prostredia napomáhajúceho hospodársky rast a tvorbu pracovných miest.

V roku 2005 sa k mechanizmu výmenných kurzov ERM II pripojili štyri členské štáty, s úmyslom vstúpiť do eurozóny v čase, keď udržateľným spôsobom splnia všetky konvergenčné kritériá. ECB a Európska komisia vydajú svoju pravidelnú dvojročnú konvergenčnú správu na jeseň 2006.

Je vhodné zdôrazniť, že členské štáty sa budú posudzovať jednotlivo, podľa ich konkrétnej hospodárskej a menovej situácie, pri plnom dodržiavaní zásady rovnakého zaobchádzania. V takýchto podmienkach bude rozšírenie eurozóny na prospech tak súčasnej eurozóny, ako aj krajín, ktoré sa k nej pripoja.

\*\*\*

V roku 2005 ECB dosiahla prebytok 992 mil. EUR. Taká istá suma sa použila na vytvorenie rezervy na zabezpečenie voči rizikám súvisiacim so zmenami výmenných kurzov, úrokovej miery a ceny zlata, po čom čistý vykázaný zisk za rok 2005 sa rovná presne nule. Táto rezerva sa bude využívať na krytie strát spôsobených uvedenými rizikami, osobitne strát z ocenenia, ktoré nie sú kryté účtami precenenia. Prebytok v roku 2005 nasleduje po čistej strate 1 636 mil. EUR v roku 2004, ktorá vznikla hlavne v dôsledku zhodnotenia eura voči americkému doláru. V roku 2005 sa euro voči tejto mene oslabilo.

Celkový počet pracovných miest krytých rozpočtom ECB na rok 2005, vyjadrený ako ekvivalent plného pracovného času, bol 1 369,5 v porovnaní s 1 362,5 miest v roku 2004. Na konci roka 2005 dosiahol počet pracovníkov zamestnaných v ECB na dobu neurčitú alebo na dobu určitú v trvaní najmenej jedného roka 1 360, čo zodpovedá 1 351 ekvivalentným pracovným miestam na plný úväzok. Po 15. máji 2005 začala ECB prijímať žiadosti o zamestnanie od občanov dvoch prístupujúcich krajín, Bulharska a Rumunska. Nová stratégia v oblasti ľudských zdrojov, prijatá v roku 2004, sa uplatňovala aj v roku 2005. Popri podpore mobility sa stratégia zameriava aj na rozvoj manažmentu ECB a trvalého nadobúdania a rozvoja schopností a kvalifikácie pracovníkov. Do politiky ľudských zdrojov sa postupne implementovalo šesť spoločných hodnôt ECB, ktoré boli vymedzené v roku 2004 a budú naďalej usmerňovať pracovníkov v ich každodennej práci.

Otázky ľudských zdrojov sa riešia aj na úrovni Eurosystemu. S úmyslom posilniť spoluprácu a tímového ducha medzi centrálnymi bankami Eurosystemu/ESCB v tejto oblasti Rada guvernérov zriadila v roku 2005 Konferenciu pre ľudské zdroje. Pri rešpektovaní výlučnej kompetencie NCB a ECB v tejto oblasti konferencia umožní výmenu skúseností, odborných znalostí a informácií o politike a o praktických postupoch v oblasti ľudských zdrojov, čím okrem iného prispeje k identifikácii možností uskutočňovať spoločné vzdelávacie podujatia a k príprave opatrení na vzájomné výmeny pracovníkov. Konferencia pre ľudské zdroje spolu s Výborom pre komunikáciu Eurosystemu/ESCB bola poverená implementáciou konkrétnych opatrení zameraných na podporu Vyhlásenia o úlohách Eurosystemu, ktoré bolo uverejnené v januári 2005. Konkretizácia významu vyhlásenia vo vzťahu k pracovníkom Eurosystemu a k ich každodennej práci bude pokračujúcim procesom, ktorý posilní zmysel pre tímovú spoluprácu medzi ECB a NCB eurozóny.

Nakoľko ECB je orgánom verejnej správy, zaväzuje sa poskytovať čo najkvalitnejšie služby s vynaložením čo najnižších nákladov. So zreteľom na tento trvalý záväzok sa Výkonná rada rozhodla preveriť efektívnosť a hospodárnosť ECB prostredníctvom hodnotenia rozpočtovania z nulovej základne, do ktorého sa aktívne zapojili zamestnanci a riadiaci pracovníci. Na základe získaných výsledkov sa Výkonná rada rozhodla, že väčší počet pracovných miest by sa dal ušetriť alebo by sa dalo upraviť ich zameranie bez prepúšťania. Dočasne sa zastavilo prijímanie nových pracovníkov. Výkonná rada prijala viacero iných opatrení k väčšiemu počtu organizačných otázok týkajúcich sa

jednotlivých útvarov ECB a ich súčinnosti, čo umožní inštitúcii zvýšiť efektívnosť svojej práce a hospodárnosť. Organizačné zmeny iniciované týmto hodnotením – napríklad reštrukturalizácia niektorých odborných útvarov v záujme lepšieho zužitkovania synergií, sústredenie odborných znalostí a analytických kapacít, zjednodušenie pracovných procesov a preorientovanie sa na strednodobé strategické plánovanie – sa postupne implementujú. Impulz, ktorý poskytlo hodnotenie rozpočtovania z nulovej základne, povedie k posilneniu manažérskej kultúry zameranej na čo najlepšie využívanie existujúcich zdrojov.

Po výbere architektonickej kancelárie na návrh budúcich priestorov ECB na jar 2005 sa Rada guvernérov rozhodla zrevidovať celkové požiadavky a dimenziu projektu. Táto optimalizačná etapa viedla k značnému zníženiu odhadovaných stavebných nákladov. Rada guvernérov schválila v decembri 2005 revidovaný architektonický návrh a spustila etapu plánovania projektu. ECB sa zaväzuje venovať maximálnu pozornosť realizácii a monitorovaniu tohto projektu, so zreteľom na celkové náklady a včasné dokončovanie jednotlivých etáp.

Frankfurt nad Mohanom marec 2006



Jean-Claude Trichet

**Autor**

Peter Sauerer

**Názov**

Großmarkthalle, 2004

**Technika**

Drevo a špagát

**Rozmery**

90 x 20 x 15 cm

© ECB a autor



KAPITOLA 1

# HOSPODÁRSKY VÝVOJ A MENOVÁ POLITIKA

## 1. ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY

Hospodársky rast v eurozóne sa v druhom polroku 2004 a prvom polroku 2005 zmiernil, čiastočne v dôsledku rastu cien ropy, dočasného spomalenia svetového obchodu a oneskorených účinkov ostatného zhodnotenia eura. V druhom polroku 2005 však rozmach hospodárskej aktivity v eurozóne opäť zosilnel, pričom ťažil z pretrvávajúceho silného rastu globálneho dopytu, mohutného rastu výnosov spoločností a veľmi priaznivých podmienok financovania. Reálny HDP – očistený, hoci len sčasti, o vplyv počtu pracovných dní – vzrástol v roku 2005 o 1,4 % v porovnaní s 1,8 % v roku 2004 a 0,7 % v roku 2003. Hospodárska aktivita bola v roku 2005 relatívne pružná a odolná napriek prostrediu vysokých a volatilných cien ropy.

Napriek veľkému zvýšeniu cien komodít a energií zostali domáce inflačné tlaky pod kontrolou, v podmienkach oživujúceho sa, ale stále relatívne mierneho hospodárskeho rastu. Predovšetkým vývoj miezd zostal mierny. Inflačné tlaky boli obmedzované aj priaznivými trendmi cien dovážaných priemyselných výrobkov. Dlhodobé inflačné očakávania v eurozóne zostali ukotvené na úrovni zabezpečujúcej cenovú stabilitu. Celková inflácia však zostala v roku 2005 mierne zvýšená, najmä v dôsledku veľkého zvýšenia cien energií a v menšej miere zvýšenia regulovaných cien a nepriamych daní. Ročná inflácia HICP dosiahla v roku 2005 2,2 %, čo je nepatrne viac ako miera 2,1 % dosiahnutá v predchádzajúcich dvoch rokoch. Naďalej boli prítomné inflačné riziká, najmä v súvislosti s potenciálnymi sekundárnymi účinkami pri tvorbe miezd a cien, v dôsledku vyšších cien ropy.

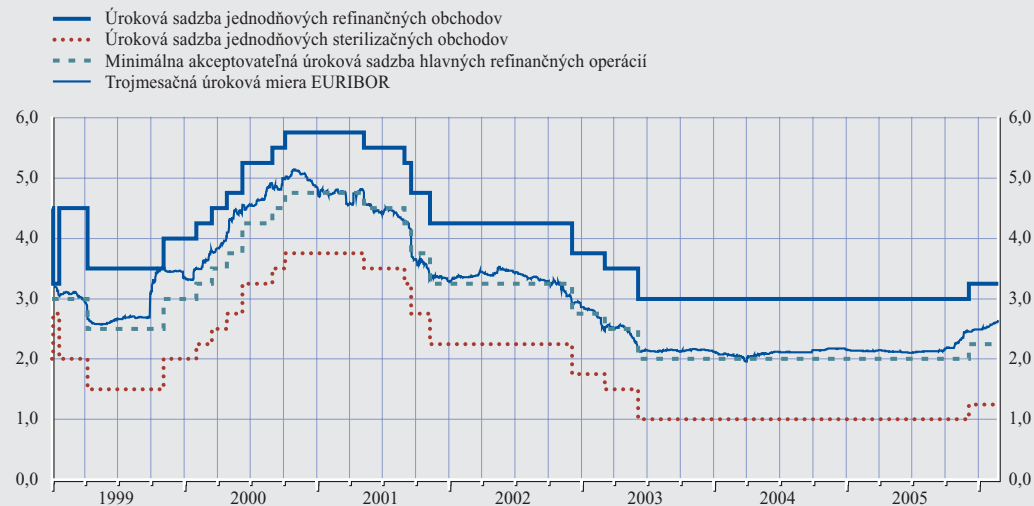
Menová dynamika, ktorá sa v polovici roku 2004 začala zosilňovať, získavala v roku 2005 na sile, až na posledné tri mesiace roka, keď sa trochu zmiernila. Tento nárast bol čiastočne odrazom stimulačného vplyvu všeobecne nízkej úrovne úrokových mier na dopyt po peniazoch a úveroch. Vysoký menový rast prispieval k už aj tak vysokej likvidite v eurozóne, čo naznačuje určité riziká pre cenovú stabilitu v strednodobom a dlhodobom horizonte.

V tejto situácii zostala minimálna akceptovateľná sadzba hlavných refinančných operácií na historicky nízkej úrovni 2 %. Začiatkom roka ekonomické analýzy poukázali na domáce inflačné tlaky, ktoré ostávali pod kontrolou. Vzhľadom na prostredie silného menového rastu a vysokej likvidity Rada guvernérov však vyjadrila potrebu obozretnosti v súvislosti s inflačnými rizikami ohrozujúcimi cenovú stabilitu. Projekcie inflácie sa počas roka ďalej progresívne upravovali smerom nahor, sčasti preto, lebo začínalo byť zrejmé, že nárast cien ropy bude pokračovať dlhšie, ako sa spočiatku predpokladalo, čo potvrdilo existenciu určitých rizík cenovej stability. Pravidelné ekonomické a menové analýzy a ich krížová kontrola viedli k decembru 2005 k názoru, že je potrebná úprava prispôsobivého nastavenia menovej politiky, aby sa čelilo týmto rizikám. Rada guvernérov sa preto 1. decembra 2005 rozhodla zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov, keď sa predtým tieto sadzby dva a pol roka nemenili. Minimálna akceptovateľná úroková sadzba hlavných refinančných operácií Euro systému sa zvýšila na 2,25 %, úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody sa zvýšila na 1,25 % a úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody sa zvýšila na 3,25 % (graf 1).

Pri pozornejšom sledovaní menovopolitických rozhodnutí v roku 2005 je užitočné rozdeliť rok na dve časti. Pri pohľade na prvý polrok 2005 údaje dostupné za prvých pár mesiacov poskytujú dôvod veriť, že oslabenie rastu reálneho HDP zaznamenané v druhom polroku 2004 bude krátkodobé. Najmä v dôsledku trvalo vysokých a volatilných cien ropy sa však toto hodnotenie stalo v druhom štvrtroku 2005 trochu pesimistickejšie, keď sa zistili dôvody zvýšenej neistoty, pokiaľ ide o krátkodobý vývoj domáceho dopytu. V júni 2005 sa preto makroekonomické projekcie Euro systému pre rast reálneho HDP revidovali smerom dolu v porovnaní s projekciami z decembra 2004. Ročný rast reálneho HDP sa mal podľa projekcií zmierniť z 1,8 % v roku 2004 na úroveň od 1,1 % do 1,7 % v roku 2005 a v roku 2006 sa mal zvýšiť na úroveň od 1,5 % do 2,5 %. Z prognóz

**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.

medzinárodných a súkromných organizácií vyplývajú podobné trendy. Napriek rôznym rizikám hospodárskeho rastu súvisiacim s nízkou spotrebiteľskou dôverou, vysokými a volatilnými cenami ropy a globálnymi nerovnováhami sa však predpokladalo, že podmienky na zosilnenie hospodárskej aktivity naďalej existujú. Čo sa týka vonkajšieho prostredia, rast svetového hospodárstva zostal silný, čo podporovalo vývoz eurozóny. Pokiaľ ide o vývoj v eurozóne, veľmi priaznivé podmienky financovania, veľké zisky spoločností a reštrukturalizácia podnikov zabezpečili priaznivé prostredie pre investície. Predpokladalo sa, že rast súkromnej spotreby bude ťažiť z očakávaného zvýšenia reálnych dôchodkov v prostredí silnejšieho rastu zamestnanosti a nižšej inflácie. Revidované štatistické prehľady (ktoré boli dostupné až neskôr v priebehu roka) naznačujú, že hoci rast reálneho HDP zostal v prvom polroku 2005 mierny, fakticky sa postupne zotavoval (z 0,2 % v poslednom štvrtroku 2004 na 0,3 % v prvom štvrtroku a 0,4 % v druhom štvrtroku 2005), odrážajúc najmä silnejší príspevok čistého vývozu.

Pokiaľ ide o vývoj cien, ročná inflácia HICP sa v prvom polroku 2005 znížila v priemere na 2,0 % z približne 2,3 % v druhom polroku 2004. Tento pokles bol však odrazom najmä bázičkových efektov. Prudký vzostup cien ropy naďalej vyvíjal výrazný tlak na zvyšovanie dynamiky inflácie. Vývoj miezd však zostal mierny, takže len málo signálov naznačovalo vznik silnejších inflačných tlakov v hospodárstve eurozóny. V makroekonomických projekciách Eurosystému z júna 2005 sa preto očakávalo, že priemerná ročná inflácia HICP sa bude v roku 2005 pohybovať od 1,8 % do 2,2 % a v roku 2006 od 0,9 % do 2,1 %. Hoci podľa základného scenára zostali domáce inflačné tlaky pod kontrolou, tieto projekcie ohrozujú rôzne inflačné riziká, ktoré sa týkajú najmä budúceho vývoja cien ropy a potenciálneho zvýšenia nepriamych daní a regulovaných cien. Rada guvernérov taktiež zdôraznila, že je naďalej potrebná obozretnosť v súvislosti s potenciálnymi sekundárnymi účinkami pri tvorbe miezd a cien, ktoré by mohli vyplynúť z vyšších cien ropy.

Zvyšovanie dynamiky menového vývoja, ktoré začalo v polovici roku 2004, pokračovalo



aj v prvom polroku 2005. Na rozdiel od predchádzajúceho obdobia silného menového rastu, od roku 2001 do polovice roka 2003, bol menový rast ťahaný najlikvidnejšími zložkami M3 a na strane protipoložiek bol spojený s rastom úverov súkromnému sektoru. Tento vývoj bol vo veľkej miere odrazom stimulačného účinku historicky veľmi nízkej úrovne úrokových mier v eurozóne. V dôsledku veľmi silného rastu M3 v posledných rokoch bola zásoba likvidity v eurozóne podstatne vyššia ako úroveň potrebná na financovanie neinflačného hospodárskeho rastu. Dopyt po úveroch na nákup nehnuteľností na bývanie bol tiež naďalej veľmi veľký a prispieval k výraznej dynamike cien nehnuteľností na bývanie v niektorých regiónoch eurozóny a súčasne sa ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam postupne znovu zvyšovala.

Rada guvernérov dospela k záveru, že aj keď vzhľadom na tlmené inflačné tlaky v eurozóne je naďalej vhodné udržiavať úrokové miery na ich historicky nízkych úrovniach, krížová kontrola ekonomickej analýzy s menovou analýzou podporuje argumenty pre pokračujúcu obozretnosť v súvislosti s naplnením inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. V súvislosti s tým sa osobitne pozorne monitoroval vývoj dlhodobých inflačných očakávaní.

V druhom polroku 2005 ekonomickej analýza postupne potvrdila zvýšenie hospodárskej aktivity, ktorá sa predpokladala v projekciách Eurosystému z júna 2005. Rast reálneho HDP v eurozóne sa v treťom štvrtroku 2005 medzikvartálne zvýšil na 0,7 %. Okrem toho podmienky pre pokračujúci hospodársky rast, stanovené v predchádzajúcich projekciách Eurosystému, naďalej pretrvávali. Na základe toho projekcie Eurosystému uverejnené v decembri 2005 poukázali na rast reálneho HDP od 1,2 % do 1,6 % v roku 2005 a od 1,4 % do 2,4 % v rokoch 2006 aj 2007, t. j. rast reálneho HDP takmer v súlade s projekciami vypracovanými v júni. Prognózy medzinárodných a súkromných organizácií poskytli podobný obraz. Zároveň

výhľad rastu hospodárskej aktivity zostal vystavený rizikám súvisiacim najmä s vyššími ako očakávanými cenami ropy, globálnymi nerovnováhami a stále slabou, hoci zvyšujúcou sa spotrebiteľskou dôverou.

Pokiaľ ide o vývoj cien, miery inflácie HICP sa v druhom polroku 2005 zvýšili na úrovne výrazne vyššie ako 2 %, pričom najvyššiu úroveň 2,6 % dosiahli v septembri, najmä v dôsledku zvýšenia cien energií. Na rozdiel od toho, čo sa očakávalo v roku 2005, začalo byť stále zreteľnejšie, že vysoká úroveň cien ropy bude pretrvávať pomerne dlho. Preto napriek tomu, že projekcie a prognózy dostupné na začiatku roku 2005 naznačovali relatívne výrazný pokles inflácie HICP v roku 2006, sa v priebehu roka tento názor podstatne zmenil. V druhom polroku 2005 sa považovalo za pravdepodobné, že priemerná ročná inflácia HICP by v roku 2006 mohla zostať nad úrovňou 2 %, a to aj za predpokladu prevládajúceho názoru, že zvyšovanie miezd zostane pod kontrolou. Za povšimnutie stojí, že v projekciách Eurosystému z decembra 2005 sa uvádzala priemerná inflácia HICP na rok 2006 v pásme od 1,6 % do 2,6 % a na rok 2007 od 1,4 % do 2,6 %. Z prognóz medzinárodných a súkromných organizácií vyplýval v podstate podobný obraz. Rada guvernérov ďalej potvrdila, že tento scenár naďalej podlieha už spomínaným inflačným rizikám.

V druhom polroku 2005 menová analýza naďalej poukazovala na rôzne inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. Likvidita v eurozóne bola podľa všetkých vierohodných ukazovateľov vysoká. Okrem toho zosilňovanie menového rastu zaznamenané od polroku 2004 sa v treťom štvrtroku 2005 ešte zvýšilo. Rast širokého menového agregátu M3 bol naďalej ťahaný jeho najlikvidnejšími zložkami, v súvislosti s veľmi nízkymi úrokovými sadzbami. Expanzia úverov – najmä vo forme hypotekárnych úverov – zostávala veľmi silná. V tejto súvislosti bolo potrebné pozorne sledovať dynamiku cien na mnohých trhoch nehnuteľností.

Rada guvernérov preto v druhom polroku 2005 vyjadrila rastúcu obavu z rizík cenovej stability a zdôraznila potrebu veľkej obozretnosti v súvislosti s vývojom dlhodobých inflačných očakávaní. Do decembra sa pri zohľadnení rizík cenovej stability, ktoré sa zistili pri ekonomickej analýze a potvrdili krížovou kontrolou s menovou analýzou, stala opodstatnenou úprava prispôsobivej menovej politiky. Za týchto okolností sa Rada guvernérov rozhodla 1. decembra 2005 zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rada guvernérov prijala názor, že toto rozhodnutie prispeje k udržaniu strednodobých až dlhodobých inflačných očakávaní v eurozóne bezpečne ukotvených na úrovniach zabezpečujúcich cenovú stabilitu. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je nevyhnutnou podmienkou, aby menová politika mohla trvalo poskytovať podporu hospodárskemu rastu v eurozóne. Po rozhodnutí z 1. decembra 2005 zostali úrokové miery v eurozóne v celom spektre splatností veľmi nízke, a to tak nominálne, ako aj reálne úrokové miery. Menová politika bola preto naďalej prispôsobivá a poskytovala výraznú podporu hospodárskej aktivite a tvorbe pracovných miest. Rada guvernérov zdôraznila, že bude naďalej pozorne sledovať vývoj v súvislosti s rizikami cenovej stability.

## 2. MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ

### 2.1. GLOBÁLNE MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE

#### PRETRVÁVAJÚCI SILNÝ RAST SVETOVEJ EKONOMIKY

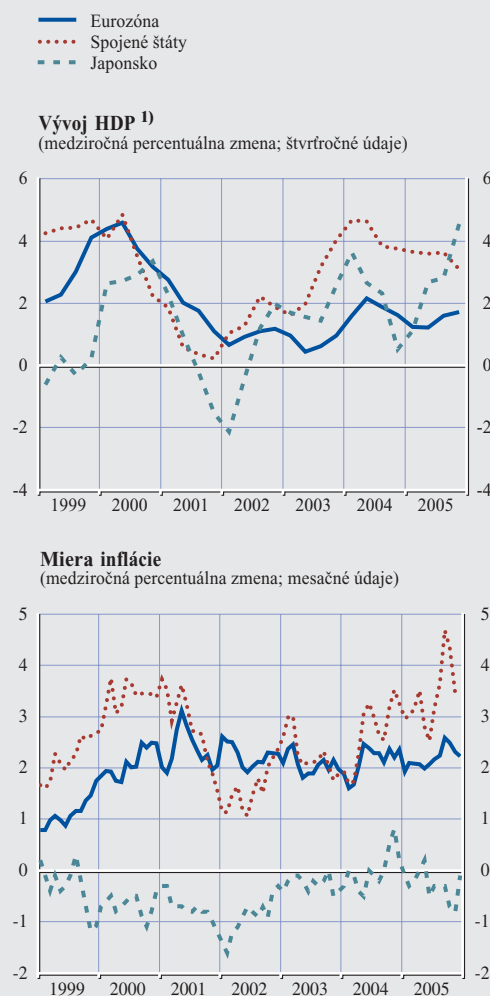
Svetová ekonomika v roku 2005 naďalej rástla rýchlym tempom, ktoré sa iba mierne spomalilo v porovnaní s mimoriadne vysokými hodnotami rastu zaznamenanými v roku 2004. Tak ako v roku 2004 bol hospodársky rast osobitne silný v Ázii. Konkrétne expanzia čínskej ekonomiky pokračovala viac-menej plynule, zatiaľ čo japonská ekonomika naberala na tempe. Globálna hospodárska aktivita naďalej ťažila z priaznivých podmienok financovania a dobrej ziskovosti korporácií v mnohých krajinách. Globálny rast naďalej podporovala aj sila americkej ekonomiky.

Ceny ropy počas väčšiny roka rástli – odzrkadľujúc najmä silnú expanziu svetovej ekonomiky a s ňou spojený rast dopytu po energiách, ako aj postupné vyčerpávanie rezervných kapacít v celej sieti dodávateľov ropy – pričom ropa Brent dosiahla začiatkom septembra historickú úroveň 67,5 USD za barel. Vplyv rastúcich cien ropy na globálny rast a infláciu bol však až doposiaľ relatívne slabý. Zatiaľ čo celková inflácia CPI bola ovplyvnená rastom energetickej zložky, potenciálne inflačné tlaky zostali vo väčšine krajín utlmené. Ročná inflácia CPI za krajiny Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) dosiahla za celý rok 2,7 %.

V Spojených štátoch rástla hospodárska aktivita v roku 2005 rýchlym tempom, keď reálny HDP vzrástol za celý rok o 3,5 %. Rast reálneho HDP podporovali pretrvávajúce vysoké výdavky na súkromnú spotrebu a investície, zatiaľ čo čistý obchod vytvoril slabý záporný príspevok k rastu. Súkromná spotreba bola dynamická po väčšinu roka, podporovaná priaznivými podmienkami financovania, rastúcimi domácimi cenami nehnuteľností na bývanie a neustále sa zlepšujúcimi podmienkami zamestnanosti. Rast cien energií pri pretrvávajúcom relatívne utlmenom raste miezd zmiernoval rast reálneho disponibilného dôchodku, čo prispievalo k ďalšiemu poklesu už aj tak nízkej miery osobných úspor. Dlh domácností, ako

percentuálny podiel na disponibilnom dôchodku, v roku 2005 opäť vzrástol. Podnikateľské investície rástli rýchlo, podporované priaznivými podmienkami financovania a vysokou úrovňou ziskovosti korporácií. Napriek vysokým cenám ropy a nárastu surovinových nákladov prispel mierny rast miezd v kombinácii s výrazným, hoci zmiernujúcim sa rastom produktivity v priebehu roka k zvyšovaniu ziskových marží.

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 o HDP sú sezónne očistené.

Zahraničná bilancia Spojených štátov sa v roku 2005 opäť zhoršila, keď deficit bežného účtu zaznamenal historickú výšku 6,4 % HDP. Rast dovozu bol vyšší ako rast vývozu, čo viedlo k ďalšiemu prehĺbovaniu zahraničného deficitu.

Rast spotrebiteľských cien sa v treťom štvrtroku prechodne zrýchlil v dôsledku negatívnych dôsledkov hurikánov a pokračujúceho rastu cien energií. Ku koncu roka sa však cenové tlaky utlmili a ročná inflácia CPI dosiahla 3,4 %. Inflácia po vylúčení energií a potravín zostala nízka na úrovni 2,2 %. Napriek zvýšeniu cien ropy a surovínových nákladov, ako aj negatívnym vplyvom hurikánov, apreciácia nominálneho efektívneho kurzu dolára a umiernený rast jednotkových nákladov práce pomohli udržať cenové tlaky pod kontrolou, pričom aj inflačné očakávania zostali iba mierne.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (FOMC) Federálneho rezervného systému zvýšil v roku 2005 cieľ pre sadzbu federálnych fondov o 200 bázických bodov. Zvýšenie sa uskutočnilo po 25 bázických bodoch v ôsmich po sebe nasledujúcich krokoch, čím sa cieľ pre sadzbu federálnych fondov dostal ku koncu roka na 4,25 %. FOMC vo vyhlásení nasledujúcom po poslednom zasadnutí v roku uviedol, že pravdepodobne bude potrebné niekoľko ďalších primeraných sprísnení menovej politiky. Čo sa týka fiškálnej politiky, deficit federálneho rozpočtu sa vo fiškálnom roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 zmiernil, predovšetkým zásluhou vyšších príjmov z daní korporácií aj fyzických osôb. Deficit federálneho rozpočtu vo fiškálnom roku 2005 dosiahol 2,6 % HDP.

V Japonsku pokračovalo v roku 2005 hospodárske oživenie, keď druhý rok po sebe prevýšila miera rastu reálneho HDP potenciál (2,8 %, v roku 2004 2,3 %). Hospodárska aktivita sa dynamicky zrýchľovala na začiatku roka 2005, podporovaná prudkým rozmachom súkromnej spotreby a nerezidentských investícií. Zaznamenaný masívny rast spotrebiteľských výdavkov odzrkadľoval neustále zlepšovanie podmienok v oblasti dôchodkov a zamestnanosti, zatiaľ čo rýchly rozmach nerezidentských kapitálových

výdavkov bol podporovaný priaznivými podmienkami financovania, bezpečnými ziskami korporácií a zlepšenými finančnými pozíciami, ako aj nahrádzaním starnúceho základného kapitálu. Ak domáci dopyt zostával v roku 2005 hlavnou hybnou silou hospodárskeho rastu, ku koncu roka sa objavili aj prvé známky oživenia exportu (najmä do Číny). Počas roka ťažil bankový sektor z postupného oživovania makroekonomických podmienok a zlepšených podmienok v oblasti úverového rizika.

Obavy z deflácie sa v roku 2005 opäť zmiernili. Ročná miera zmeny spotrebiteľských cien za celý rok bola len mierne záporná (-0,3 % oproti 0,0 % v roku 2004), pričom úroveň spotrebiteľských cien s vylúčením čerstvých potravín prestala ku koncu roka klesať. Bank of Japan ponechala cieľ pre nesplatený zostatok na svojich bežných účtoch v roku 2005 nezmenený vo výške okolo 30 – 35 biliónov JPY. Ku koncu roka však Bank of Japan naznačila, že svoju politiku kvantitatívneho uvoľňovania (zavedenú od marca 2001) pravdepodobne ukončí v priebehu fiškálneho roka 2006, ak sa naplnia priaznivé prognózy vývoja spotrebiteľských cien (za nevyhnutný predpoklad ukončenia terajšej stratégie menovej politiky Bank of Japan považuje trvalý rast spotrebiteľských cien).

V Ázii, okrem Japonska, sa v roku 2005 síce udržal vysoký rast v porovnaní s vysokými mierami zaznamenanými v predchádzajúcom roku, o niečo sa však spomalil, najmä v dôsledku poklesu zahraničného dopytu, slabšieho domáceho dopytu a vyšších cien ropy. Čo sa týka vývoja cien, vysoké ceny ropy sa vo viacerých veľkých ekonomikách regiónu – okrem Číny – premietli do vysokých mier inflácie a menové orgány začali postupne zvyšovať úrokové sadzby. Ekonomika Číny pokračovala v silnom raste, podporovanom rastúcim zahraničným dopytom a masívnym domácim dopytom. Reštriktívne makroekonomické opatrenia spomalili rozmach investícií, osobitne v sektore nehnuteľností, a stabilizovali infláciu. Prechod k flexibilnejšiemu (hoci naďalej prísne riadenému) režimu výmenného kurzu v júli 2005 nemal na ekonomiku výraznejší vplyv.

V decembri, následne po prvom celonárodnom súhrnnom ekonomickom prehľade Číny, revidoval Národný štatistický úrad Číny (NŠÚ) úroveň HDP Číny za rok 2004 smerom nahor o 2,3 bilióna CNY, resp. o 16,8 % pôvodne oznámeného nominálneho HDP. NŠÚ revidoval aj údaje o raste HDP Číny od roku 1993, ktoré sú v priemere o 0,5 percentuálneho bodu vyššie než predchádzajúce údaje. Podnetom na revíziu bolo hlavne zdokonalené hodnotenie čínskeho sektora služieb, ktorý sa ukázal o takmer 50 % väčší než v predchádzajúcich výpočtoch. Za celý rok 2005 vzrástol HDP Číny o 9,9 %.

Hospodárska situácia v Latinskej Amerike naznačila ďalšie intenzívne zlepšovanie, hoci o niečo pomalšie než v roku 2004. Región ťažil z veľmi priaznivého externého prostredia a vyšších cien komodít, čo umožnilo zredukovať jeho finančnú zraniteľnosť. Hospodársky rast v regióne bol ovplyvnený výrazným rastom vývozu a podporený tiež zvýšeným dopytom po spotrebe, ktorý otvoril príležitosti pre nové investície. Argentína zaznamenala rýchly rast reálneho HDP, zatiaľ čo v dvoch najväčších ekonomikách regiónu, Brazílii a Mexiku, bolo tempo hospodárskeho rozmachu mierne.

### CENY KOMODÍT V ROKU 2005 DYNAMICKY RÁSTLI

Ceny ropy v roku 2005 druhý rok po sebe prudko rástli. Cena ropy Brent vzrástla začiatkom septembra na novú historickú výšku 67,5 USD za barel. Ceny ropy neskôr mierne poklesli a ku koncu roka dosiahli 58 USD. Cena ropy Brent v priemere za celý rok bola 55 USD, čo je o 45 % viac ako priemer za rok 2004.

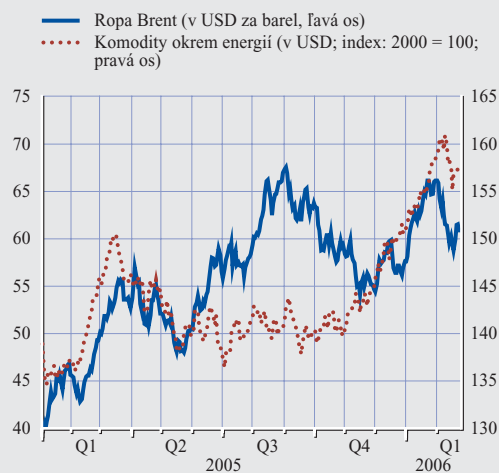
Rast dopytu po ropy sa síce v roku 2005 znížil, kapacita zásob v rámci reťazca ponuky ropy sa však opäť zmenšila. Ceny ropy zostali veľmi citlivé na zmeny ponuky a dopytu. Nízky rast ponuky ropy z krajín mimo OPEC prispel k rastu napätia na trhu ropy. Rast produkcie v Spoločenstve nezávislých štátov (hlavného zdroja prírastku ponuky z krajín mimo OPEC v predchádzajúcich rokoch) sa zmiernil a produkcia ropy v Severnom mori v roku 2005 poklesla. Okrem toho extrémne počasie (napr. hurikány) vážne narušilo produkciu v Mexickom

záleve v Spojených štátoch. Výsledkom bolo, že dopyt po ropy z krajín OPEC, „nárok na OPEC“ (call on OPEC), sa zvýšil. Zvýšenie produkcie v rámci krajín OPEC však nebolo schopné znížiť ceny, pretože klesajúca rezervná kapacita udržiavala účastníkov trhu v obavách z nedostatočne bezpečnej úrovne zásob vo vzťahu k možným výpadkom dodávok v budúcnosti.

Rastúci dopyt po rafinérskych ropných produktoch odčerpával rezervné rafinérské kapacity a problémy narastali aj v dôsledku nedostatočnej kapacity na spracovávanie vysokokvalitných a nízkokvalitných druhov ropy. Vysoké ceny ľahkej a kvalitnej ropy, akou je ropa Brent, udržiaval aj kvalitatívny nesúlad medzi hraničným barelom ponúkanej a požadovanej ropy. Geopolitické obavy ohľadne bezpečnosti budúcich dodávok ropy vytvorili dodatočné tlaky na ceny ropy, keďže hrozby sa opäť objavili vo viacerých krajinách produkujúcich ropu.

Ceny neenergetických komodít, merané indexom Hamburg Institute of International Economics, mali od roku 2003 vzostupný trend a vrchol dosiahli v marci 2005. V apríli a máji ceny neenergetických komodít celkove mierne poklesli a v nasledujúcich šiestich mesiacoch

**Graf 3 Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch**



Zdroj: Bloomberg a Hamburg Institute of International Economics.

zostali v zásade stabilné. Od novembra 2005 ceny neenergetických komodít opäť rýchlo rástli. Vyjadrené v amerických dolároch vzrástli ceny neenergetických komodít celkovo za rok 2005 v priemere o 9,5 %. Ceny zlata vzrástli v roku 2005 na najvyššiu úroveň od roku 1981 a v decembri 2005 dosiahli 538 USD za trójsku uncu.

## 2.2. MENOVÝ A FINANČNÝ VÝVOJ

### ĎALŠIE ZVYŠOVANIE DYNAMIKY RASTU AGREGÁTU M3 V PROSTREDÍ NÍZKÝCH ÚROKOVÝCH MIER

Rast peňažnej zásoby sa v roku 2005 podstatne zvýšil v dôsledku stimulujúceho vplyvu nízkej úrovne úrokových mier v eurozóne. Zároveň došlo k oslabeniu intenzity kompenzačného, tlmiaceho vplyvu normalizácie portfóliového alokačného správania rezidentov eurozóny (po období vysokého záujmu o likvidné nástroje od roku 2001 do polovice roka 2003) na rast M3, a to najmä v prvej polovici roka. Zrýchľovanie rastu peňažnej zásoby počas roka 2005 celkovo prispelo k zvýšeniu už i tak vysokého objemu likvidity v eurozóne.

Po období zrýchľovania v druhej polovici roka 2004 si rast M3 v prvých mesiacoch roka 2005 udržiaval výrazné tempo. Od apríla 2005 sa začal rast peňažnej zásoby opäť zrýchľovať, pričom v treťom štvrtroku 2005 ročná miera rastu M3 stúpila na 8,0 %. Krátkodobejšia dynamika menového rastu bola obzvlášť výrazná v polovici roka – anualizovaná šesťmesačná miera rastu M3 dosiahla v septembri 2005 najvyššiu úroveň od začiatku tretej etapy HMÚ. V poslednom štvrtroku 2005 rast peňažnej zásoby vykázal určité náznaky spomalenia, hoci agregát M3 stále výrazne rástol – o 7,8 % medziročne.

Na strane zložiek k celkovému rastu M3 najviac prispeli najlikvidnejšie aktíva M3 obsiahnuté v úzkom menovom agregáte M1. Na strane protipoložiek boli zdrojom menovej expanzie najmä úvery PFI poskytované súkromnému sektoru. Vývoj na oboch stranách naznačuje, že hlavnou hnacou silou dynamiky menového rastu v roku 2005 bola celkovo nízka úroveň úrokových

mier v eurozóne, z ktorej vyplývajú nízke oportunitné náklady na držbu likvidných aktív a znížené náklady na úverové financovanie.

Tento vývoj zároveň poukazuje na to, že podstatné zrýchľovanie rastu M3 od polovice roka 2004 malo iný charakter ako zrýchľovanie zaznamenávané od roku 2001 do začiatku roka 2003. Počas tohto skoršieho obdobia, ktoré charakterizovala zvýšená hospodárska a finančná neistota, bolo zrýchľovanie ročného rastu M3 sprevádzané stálym poklesom ročnej miery rastu objemu úverov poskytovaných súkromnému sektoru (graf 4). Zrýchľovanie tempa rastu peňažnej zásoby zaznamenávané od polovice roka 2004 je naopak spojené so zrýchľovaním rastu objemu úverov súkromnému sektoru. Preto je viac pravdepodobné, že je skôr odrazom základných faktorov, najmä nízkej úrovne úrokových mier, než odrazom vplyvu zmien v skladbe portfólií vyvolaných volatilitou na finančných trhoch, ako to bolo v prípade zrýchľovania od roku 2001 do polovice roka 2003. (Analýza hlavných faktorov rastu M3 od polovice roka 2004 je v boxe 1 Premennivý charakter výraznej dynamiky menového rastu v posledných rokoch.)

Normalizácia portfóliového alokačného správania rezidentov eurozóny po období vysokého záujmu o likvidné nástroje od roku 2001 do polovice roka 2003 pokračovala aj v roku 2005, hoci iba veľmi pomalým tempom. V skladbe portfólií dochádzalo k posunom od peňažných smerom k dlhodobejším aktívam, čo malo určitý tlmiaci účinok na rast M3, hoci v oveľa menšom rozsahu, ako by sa dalo očakávať vzhľadom na podobné situácie v minulosti. Aj naďalej sa prejavovala predovšetkým neochota sektora držiteľov peňazí v eurozóne investovať do zahraničných aktív, na rozdiel od opačného postoja zahraničných investorov investovať do aktív eurozóny. Ku koncu roka sa však objavili predbežné náznaky možného obnovenia procesu zvrátenia predchádzajúcich zmien v skladbe portfólií smerom k peňažným aktívam, čo sa odrazilo aj vo vývoji čistých zahraničných aktív PFI. V rozsahu, v akom tento proces tlmí menový rast, by to znamenalo, že oficiálne údaje o raste



**Graf 4 Agregát M3 a úvery súkromnému sektoru**

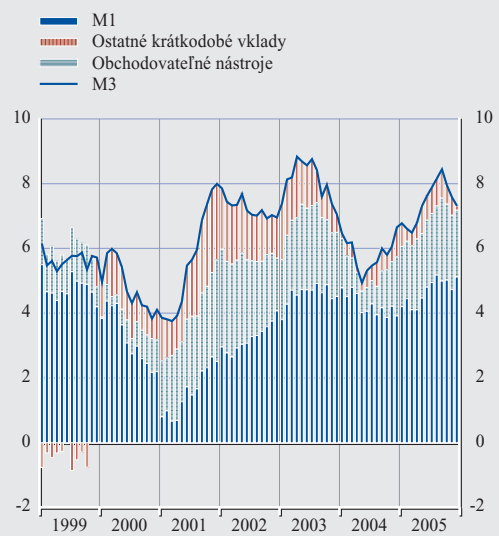
(medziročná percentuálna zmena; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

**Graf 5 Príspevky k ročnému rastu M3**

(medziročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

M3 majú tendenciu podhodnocovať skutočnú mieru rastu peňažnej zásoby.

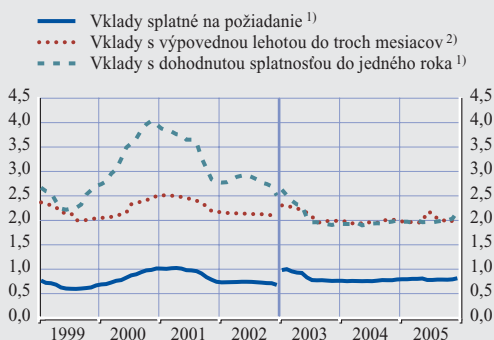
Podobne ako v rokoch 2003 a 2004 sa aj v roku 2005 na ročnom raste M3 rozhodujúcou mierou podieľali jeho najlikvidnejšie zložky obsiahnuté v agregáte M1 (graf 5). Za stále výrazným celkovým podielom agregátu M1 sa skrýva do istej miery odlišný vývoj jednotlivých komponentov. Na jednej strane došlo v priebehu roka 2005 k spomaleniu ročnej miery rastu objemu obeživa, ktorá v januári 2005 predstavovala 18,5 % a v decembri 2005 13,7 %. Tento vývoj bol v súlade s očakávaným zdĺhavým procesom zmien objemu držaných bankoviek a mincí po prechode na hotovostné euro v januári 2002. Na druhej strane sa v roku 2005 zvýšila ročná miera rastu objemu vkladov splatných na požiadanie, ku ktorej prispeli veľmi nízke oportunitné náklady na držbu týchto nástrojov v prostredí veľmi nízkych úrokových mier. Priemerná úroková sadzba vkladov splatných na požiadanie v prípade domácností i nefinančných spoločností zostala na zhruba rovnakej úrovni ako na konci roka 2003, pričom na konci roka 2005 dosahovala úroveň 0,81 %

(graf 6). Určitú úlohu mohla zohrať aj tzv. finančné inovácie, ako napríklad vysokoliquidné a vysokoúročené internetové vkladové účty, ktoré sa čiastočne vedú ako vklady splatné na požiadanie.

Hoci sa na raste M3 v roku 2005 najviac podieľal agregát M1, zrýchľovanie ročného rastu M3 v roku 2005 sa dalo vo veľkej miere pripísať vývoju krátkodobých vkladov iných ako vkladov splatných na požiadanie (graf 5). Ich priemerný podiel na ročnom raste M3 v roku 2005 predstavoval približne 2,1 percentuálneho bodu, čo je takmer dvojnásobok oproti roku 2004. Táto skutočnosť je odrazom dlhodobého zvyšovania ročnej miery rastu objemu krátkodobých termínovaných vkladov (t. j. vkladov s dohodnutou splatnosťou do dvoch rokov vrátane), zatiaľ čo rast objemu krátkodobých sporivých vkladov (t. j. vkladov s výpovednou lehotou do troch mesiacov vrátane) sa počas roka postupne spomaľoval. Relatívne vysoký dopyt po krátkodobých vkladoch iných ako vkladov splatných na požiadanie zrejme celkovo vyplýva z nízkych oportunitných nákladov na držbu týchto relatívne slabo úročených, ale

**Graf 6 Krátkodobé úrokové miery z vkladov**

(v % p. a.)



Zdroj: ECB.

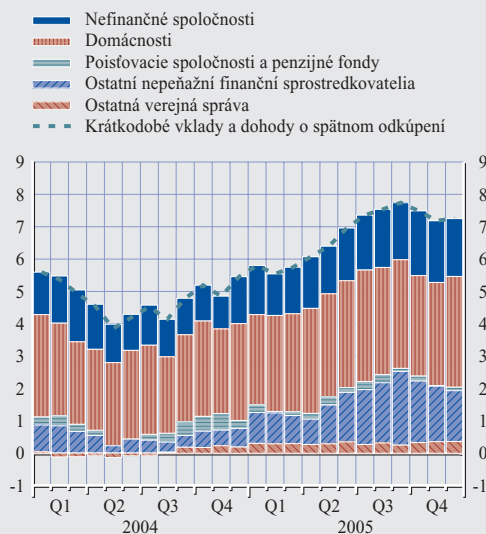
Poznámky: Retailové úrokové miery do decembra 2002, úrokové miery PFI v nových obchodoch okrem bankových prečerpaní od januára 2003 (od decembra 2003 upravené vážením). Ďalšie informácie o štatistikách úrokových mier PFI sú v boxe 2 v Mesačnom bulletine ECB z decembra 2003 a o úprave vážením v boxe 3 v Mesačnom bulletine ECB z augusta 2004.

1) Do roku 2003 úrokové miery z vkladov podnikov. Od januára 2003 úrokové miery z vkladov domácností a nefinančných spoločností.

2) Do roku 2003 úrokové miery z vkladov podnikov. Od januára 2003 úrokové miery z vkladov domácností.

**Graf 7 Príspevky k ročnému rastu krátkodobých vkladov a dohód o spätnom odkúpení**

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch; neočistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazujúcimi subjektmi sú PFI okrem Eurosystemu a ústredná štátna správa.

zároveň relatívne likvidných aktív v prostredí nízkych úrokových mier.

Pokiaľ ide o obchodovateľné nástroje, ich priemerný podiel na ročnom raste M3 sa zvýšil len mierne, z 0,5 percentuálneho bodu v minulom roku na 0,6 percentuálneho bodu v roku 2005. Za týmto nárastom sa skrýva rozdielny vývoj jednotlivých zložiek. Na jednej strane bol ročný rast akcií/podielových listov fondov peňažného trhu relatívne obmedzený. Keďže domácnosti a podniky tieto aktíva často využívajú ako formu bezpečných úspor v čase hospodárskej a finančnej neistoty, ich mierny rast zodpovedal prebiehajúcemu, ale pomalému procesu normalizácie portfóliového alokačného správania rezidentov eurozóny v roku 2005. Na druhej strane sa výrazne zvýšil dopyt po dlhových cenných papieroch so splatnosťou do dvoch rokov, pravdepodobne v dôsledku zavedenia nových štruktúrovaných produktov, ktoré tieto cenné papiere kombinujú s derivátnymi nástrojmi, ktoré obsahujú určitú dávku rizika spojeného s vývojom na akciových trhoch,

ale zároveň investorov chránia pred vysokými kapitálovými stratami. Oproti minulému roku sa v roku 2005 výrazne zvýšila aj priemerná ročná miera rastu objemu dohód o spätnom odkúpení, hoci rast týchto nástrojov môže byť veľmi premenlivý.

Zo sektorového členenia krátkodobých vkladov a dohód o spätnom odkúpení (t. j. najväčšej skupiny zložiek M3, za ktorú je k dispozícii spoľahlivé členenie podľa sektorov) vyplýva, že na zrýchľovaní rastu peňažnej zásoby v priebehu roka 2005 sa vo veľkej miere podieľali vklady finančných sprostredkovateľov iných ako PFI (graf 7). Pod zvýšenú dynamiku rastu M3 zaznamenávanú počas väčšiny roka 2005 sa podpísali najmä nepeňažní finanční sprostredkovatelia okrem poisťovacích spoločností a penzijných fondov (známi ako ostatní finanční sprostredkovatelia), hoci ich podiel na celkovom objeme držaných peňazí je malý. Zvýšený význam ostatných finančných sprostredkovateľov ako sektora držiteľov peňazí v posledných rokoch je zrejme vo veľkej miere

výsledkom finančnej deregulácie a liberalizácie a s tým súvisiaceho vzniku rozvinutejších a likvidnejších trhov s cennými papiermi.

V porovnaní s rokom 2004 sa mierne zvýšil aj podiel vkladov nefinančných spoločností na raste objemu krátkodobých vkladov a dohôd o spätnom odkúpení. Nefinančné spoločnosti zvyčajne investujú do najlikvidnejších druhov vkladov, z čoho vo všeobecnosti vyplýva, že tieto vklady držia na transakčné účely a na potreby krátkodobého financovania a prevádzkového kapitálu. Za rýchlejšim rastom podnikových

vkladov sa tiež môžu skrývať motívy súvisiace s obavami z budúceho vývoja; nefinančné spoločnosti totiž môžu držať likvidné vklady s cieľom predísť oportunitným nákladom spojeným s ušľými investičnými príležitosťami a/alebo nákladom na externé financovanie, ak by neočakávane potrebovali hotovosť.

A nakoniec, údaje o sektorovom členení krátkodobých vkladov a dohôd o spätnom odkúpení naznačujú, že k výraznému rastu týchto nástrojov v priebehu roka 2005 aj naďalej prispievali predovšetkým domácnosti.

#### Box 1

#### PREMENLIVÝ CHARAKTER VÝRAZNEJ DYNAMIKY MENOVÉHO RASTU V POSLEDNÝCH ROKOCH

Menový vývoj v posledných rokoch možno rozdeliť na dve obdobia výrazného zvyšovania ročnej miery rastu agregátu M3. Prvé obdobie sa začalo zdvojnásobením ročného rastu M3 z približne 4 % na približne 8 % počas roka 2001 a skončilo sa ďalším zvýšením na takmer 9 % v prvej polovici roka 2003. Druhé obdobie začína v polovici roka 2004, odkedy sa ročné miery rastu M3 zvyšujú z približne 5 % na maximum 8 % v treťom štvrtroku 2005. Tento box pomocou údajov o zložkách a protipoložkách M3 a sektorovom členení vkladov analyzuje rozdielny charakter zrýchľovania rastu peňažnej zásoby v týchto dvoch obdobiach.

Hlavným faktorom zrýchleného rastu M3 od roku 2001 do prvej polovice roka 2003 bola zvýšená geopolitická, hospodárska a najmä finančná neistota, ktorá v tomto období pretrvávala, spojená so sériou výrazných šokov vo svetovom hospodárstve.<sup>1</sup> Medzi tieto šoky patrili výrazný pokles cien akcií, teroristické útoky 11. septembra 2001 v Spojených štátoch, množstvo účtovných škandálov na oboch stranách Atlantického oceánu po náprave akciového trhu a tiež vojna v Afganistane koncom roka 2001 a v Iraku začiatkom roka 2003. V snahe nájsť v prostredí týchto šokov „bezpečný prístav“ pre svoje úspory sektor držiteľov peňazí (najmä domácnosti a nefinančné spoločnosti) svoje investície presúval od rizikových a dlhodobějších aktív smerom k bezpečným a likvidným peňažným aktívam, čím došlo k zrýchleniu rastu peňažnej zásoby. Od polovice roka 2004 sa však silný menový rast zdá byť skôr odrazom základných faktorov – príčinou je nízka úroveň úrokových mier a z nej vyplývajúce nízke oportunitné náklady na držbu peňazí.

Podrobnejší pohľad na zložky M3 ukazuje, že výsledkom posunov v skladbe portfólií od rizikových smerom k peňažným aktívam od roku 2001 do polovice roka 2003 bol zvýšený prílev investícií do dlhových cenných papierov so splatnosťou do dvoch rokov a akcií/podielových listov fondov peňažného trhu, do ktorých domácnosti a podniky často vkladajú svoje likvidné prostriedky v čase zvýšenej neistoty. Vývoj týchto dvoch zložiek následne výrazne ovplyvnil celkovú dynamiku rastu peňažnej zásoby, zatiaľ čo najlikvidnejšie zložky zohrali len vedľajšiu úlohu. Na rýchlom raste M3 od polovice roka 2004 sa naopak podieľajú najlikvidnejšie zložky obsiahnuté v úzkom agregáte M1, zatiaľ čo ročný prílev investícií do dlhových cenných papierov so splatnosťou do

1 Pozri článok „Money demand and uncertainty“ v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2005.

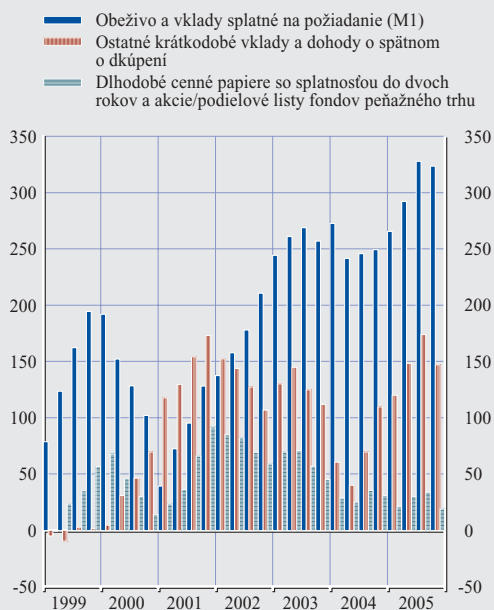
dvoch rokov a akcií/podielových listov fondov peňažného trhu je len mierny (graf A).

Na strane protipoložiek M3 rozdielny charakter rýchleho rastu peňažnej zásoby v týchto dvoch obdobiach vyplýva z vývoja úverov súkromnému sektoru (graf 4 v hlavnom texte). Od roku 2001 do polovice roku 2003 bolo zrýchľovanie rastu M3 sprevádzané stálym poklesom ročnej miery rastu objemu úverov poskytovaných súkromnému sektoru. Inými slovami, počas dlhšieho obdobia zvýšenej hospodárskej a finančnej neistoty sa miery rastu M3 a objemu úverov súkromnému sektoru uberali opačnými smermi. V období od polovice roka 2004 naopak dochádza k súčasnému zrýchľovaniu menového rastu i rastu objemu úverov súkromnému sektoru, a to v dôsledku nízkych oportunitných nákladov spojených s držbou peňažných aktív a priaznivých podmienok financovania vyplývajúcich z nízkej úrovne úrokových mier.

Graf B znázorňuje významnú úlohu výrazných kapitálových tokov do eurozóny v zrýchľovaní dynamiky menového vývoja od roku 2001 do polovice roku 2003 (v podobe zmien čistých zahraničných aktív počas tohto obdobia). Rezidenti eurozóny v prostredí zvýšenej neistoty na finančnom trhu a geopolitickej neistoty sťahovali prostriedky pôvodne investované do zahraničných akcií v snahe nájsť útočisko pred šokmi vo svetovom hospodárstve. V období

### Graf A Komponenty M3

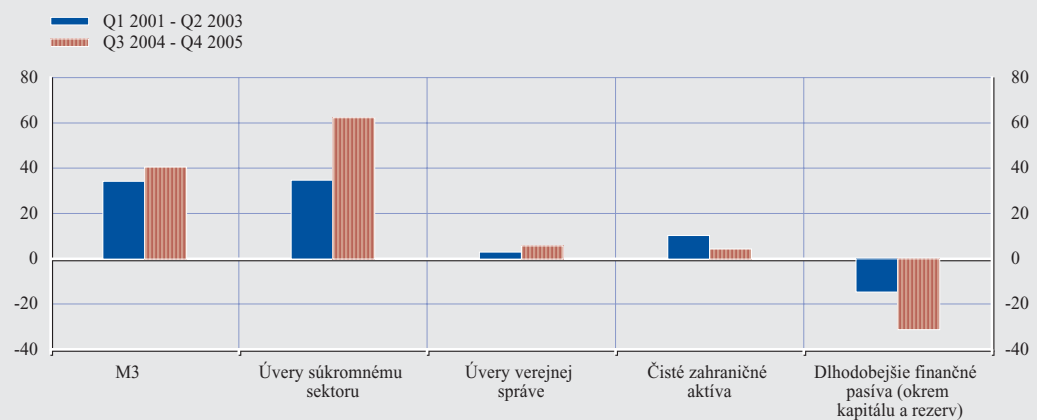
(ročné toky; v mld. EUR; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

### Graf B Vývoj M3 a jeho protipoložiek

(mesačné toky; priemer za obdobie; v mld. EUR; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Agregát M3 je znázornený iba na porovnanie. Dlhodobejšie finančné pasíva (okrem kapitálu a rezerv) sú znázornené s opačným znamienkom, nakoľko ide o pasíva sektora PFI.

od polovice roku 2004 sa zmeny čistej pozície zahraničných aktív podieľajú na zrýchľovaní rastu peňažnej zásoby v oveľa menšej miere, hoci ich príspevok zostáva kladný. Tento stav síce naznačuje, že v sektore držiteľov peňazí v eurozóne aj naďalej pretrvávajú neochota investovať do zahraničných aktív (aspoň v porovnaní s dopytom nerezidentov eurozóny po aktívach eurozóny), vplyv tejto situácie na rast M3 je však v porovnaní s príspevkom rastu úverov menší.

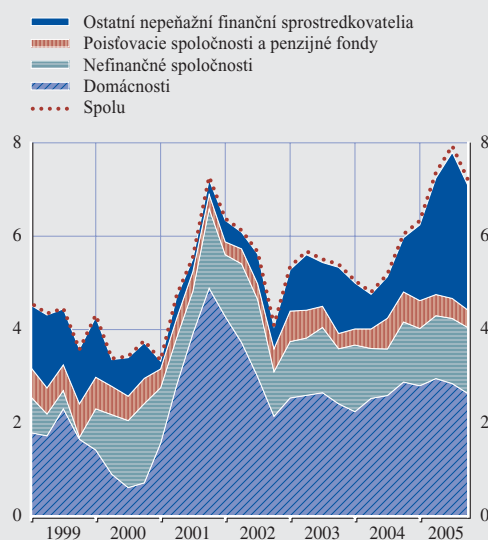
Pokiaľ ide o celkový vývoj protipoložiek M3, obdobie od roku 2001 do polovice roku 2003 možno charakterizovať ako obdobie presunu investícií od rizikových dlhodobějších aktív smerom ku krátkodobjším peňažným aktívam, ako vidieť z mierneho prílevu do dlhodobějších finančných pasív PFI. V období od polovice roku 2004, v kontexte expanzie celkovej konsolidovanej bilancie sektora PFI, možno pozorovať výrazný prílev do dlhodobějších finančných pasív PFI a súčasne výraznú dynamiku menového rastu.

A nakoniec, zo sektorového členenia vkladov v celom spektre splatností (agregované údaje so sektorovým členením od roku 1999, ktoré obsahujú dlhodobějšíe vklady mimo M3) je zjavné, že počas prvého obdobia dochádzalo k zvyšovaniu dopytu po vkladoch (vrátane dohôd o spätnom odkúpení) najmä zo strany sektora domácností (graf C). Je to odrazom zvýšenej neochoty domácností podstupovať riziká a vyššieho záujmu o likvidné prostriedky po „spľasnutí bubliny“ na akciovom trhu a rozšírení geopolitickej neistoty. V druhom období je zrýchľovanie rastu vkladov v rámci celého spektra splatností sprevádzané zvyšujúcim sa podielom sektora ostatných nepeňažných finančných sprostredkovateľov, zatiaľ čo podiel vkladov domácností je nevýrazný. Údaje o krátkodobých vkladoch a dohodách o spätnom odkúpení (t. j. údaje o zložkách M3 so sektorovým členením, ktoré sa ale zbierajú až od roku 2003) však naznačujú, že podiel domácností v tomto období je výraznejší v oblasti vkladov patriacich do agregátu M3 než v oblasti celkových vkladov.

Analýza sektorového členenia vkladov a zložky a protipoložky M3 celkovo potvrdzujú, že výrazný rast M3 v období od roku 2001 do prvej polovice roku 2003 a v období od polovice roku 2004 mal odlišný charakter. Najmä intenzita rastu objemu najlikvidnejších zložiek a dynamika dopytu po úveroch naznačujú, že k rastu peňažnej zásoby v druhom období viedla najmä nízka úroveň úrokových mier. Pokiaľ ide o vplyv na cenovú stabilitu, zrýchľovanie rastu M3 v prvom období, v prostredí výnimočnej finančnej a geopolitickej neistoty vedúcej k zvýšenému záujmu o likvidné prostriedky, sa zdá byť odrazom zmien v portfóliovej skladbe a z hľadiska perspektívy cenového vývoja ho možno považovať za pomerne neškodné, zatiaľ čo výrazná dynamika menového vývoja od polovice roku 2004, vyplývajúca skôr zo základných faktorov, predstavuje vyššie riziko inflačných tlakov v strednodobom až dlhodobjšom horizonte.

**Graf C Sektorové členenie vkladov súkromného sektora**

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch; neočistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Vykazujúcimi subjektmi sú PFI okrem Eurosystému.

## RAST OBJEMU ÚVEROV PFI SÚKROMNÉMU SEKTORU SA ĎALEJ ZRÝCHLUJE

Na strane protipoložiek bolo zdrojom dynamického rastu peňažnej zásoby neustále zrýchľovanie rastu objemu úverov PFI súkromnému sektoru (graf 8). Tento vývoj je odrazom výrazného zvýšenia ročnej miery rastu objemu úverov PFI súkromnému sektoru v prostredí nízkych úrokových mier, zlepšenia podmienok na strane úverovej ponuky (podľa prieskumu v oblasti úverovej aktivity bánk v eurozóne) a prudkého nárastu cien aktív, najmä na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. Na konci roka 2005 dosahovala ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru 9,1 %, pričom v decembri 2004 predstavovala 7,1 %. Na dynamike úverov PFI súkromnému sektoru sa v roku 2005 rovnomerne podieľali všetky hlavné sektory držiteľov peňazí. Hoci najväčší podiel na raste objemu úverov súkromnému sektoru možno pripísať domácnostiam, najmä kvôli hypotekárnym úverom, na pokračujúce zrýchľovanie rastu objemu úverov tiež vo veľkej miere vplýval aj vývoj v oblasti úverov nefinančným podnikom i ostatným finančným sprostredkovateľom.

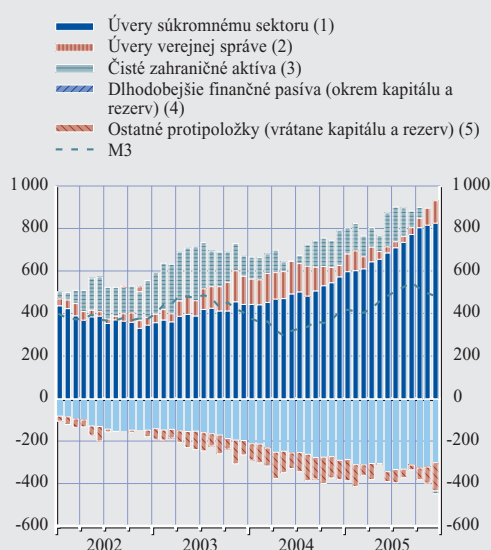
V rámci ostatných protipoložiek M3 si v roku 2005 po podstatnom zrýchlení v predchádzajúcom roku aj naďalej zachováva výraznú dynamiku rast objemu dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv). Tento vývoj poukazuje na pokračujúci sklon sektora držiteľov peňazí v eurozóne investovať do dlhodobějších aktív v eurách. Avšak vzhľadom na to, že rast objemu dlhodobějších finančných pasív PFI bol v roku 2005 pomalší ako v roku 2004, tento vývoj zároveň znamená, že proces normalizácie portfóliového alokačného správania rezidentov eurozóny, v rámci ktorého dochádzalo k presunom od likvidných peňažných aktív smerom k nástrojom s dlhšou splatnosťou, do určitej miery stratil na intenzite.

Ročné toky čistých zahraničných aktív PFI boli počas väčšiny roka 2005 stále kladné, čo vyvíjalo tlak na zvyšovanie dynamiky rastu M3 (graf 8). Podľa údajov o platobnej bilancii je tento jav odrazom väčšieho záujmu nerezidentov eurozóny o investície do akcií a dlhopisov eurozóny v porovnaní so záujmom rezidentov eurozóny o zahraničné investície. Počas prvého polroka toto investičné správanie zrejme súviselo s kurzovým vývojom eura.<sup>1</sup>

V druhom polroku však bola zaznamenaná séria mesačných čistých odlevov kapitálu z eurozóny, pravdepodobne v dôsledku ďalšieho rastu úrokového diferenciálu medzi Spojenými štátmi a eurozónou na kratšom konci výnosovej krivky. Tento vývoj mohol súvisieť s čiastočným obratom predchádzajúcich zmien v skladbe portfólií smerom k peňažným aktívam, pričom po zjavnom poklese nezájmu investorov eurozóny o zahraničné investície sa tieto prostriedky začali reinvestovať do rizikovejších

Graf 8 Protipoložky M3

(ročné toky; v mld. EUR; očistené o sezónne a kalendárne vplyvy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: M3 je znázornené len na porovnanie ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Dlhodobější finančné pasíva (okrem kapitálu a rezerv) sú znázornené s opačným znamienkom, nakoľko ide o pasíva sektora PFI.

1 Podrobnejšie informácie o prepojení kurzového vývoja s vývojom čistých zahraničných aktív PFI sú v boxe „Recent developments in MFI net external assets“ v Mesečnom bulletinu ECB z júla 2005.



zahraničných cenných papierov. Následkom bolo postupné oslabovanie ročného toku čistých zahraničných aktív PFI eurozóny, ktoré v konečnom dôsledku viedlo k tomu, že táto protipoložka v novembri 2005 po prvýkrát od decembra 2001 zaznamenala zápornú hodnotu. Ku koncu roka tlmiaci účinok vývoja čistých zahraničných aktív a dlhodobějších finančných pasív na rast M3 viac než vykompenzoval zrýchľovanie rastu úverov.

### AJ NAĎALEJ VYSOKÁ LIKVIDITA

Zvyšovanie dynamiky rastu agregátu M3 počas roka 2005 prispelo k zvýšeniu už i tak vysokej likvidity v eurozóne. Dostupné odhady objemu likvidity (vyjadrené nominálnou peňažnou medzerou a reálnou peňažnou medzerou), ktoré sa pokúšajú merať množstvo likvidity nad rámec objemu potrebného na financovanie neinflačného rastu, sa v roku 2005 ešte viac zvýšili (graf 9). Nominálna peňažná medzera je definovaná ako rozdiel medzi skutočnou hodnotou M3 a hodnotou M3, ktorá by vznikla pri konštantnom raste M3 na úrovni referenčnej hodnoty 4,5 % od decembra 1998, zatiaľ čo reálna peňažná medzera je nominálna peňažná medzera očistená o nadbytočnú likviditu absorbovanú predchádzajúcim cenovým vývojom (t. j. kumulovaná odchýlka mier inflácie od definície cenovej stability ECB). Ku koncu roka oba parametre vykazovali určité známky stabilizácie, aj keď ich úroveň bola stále vysoká.

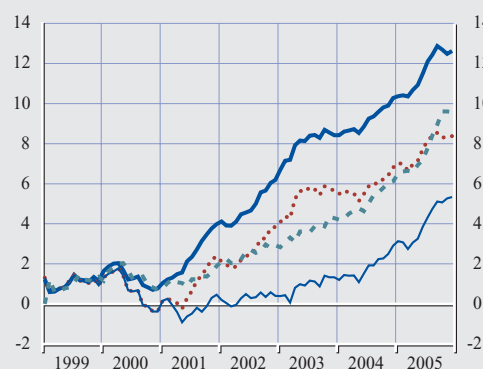
ECB zároveň pravidelne zverejňuje údaje o peňažných medzerách zostavené na základe radov agregátu M3 upravených o odhadovaný vplyv zmien v skladbe portfólií smerom k peňažným aktívam, ktoré vyplynuli zo zvýšenej hospodárskej a finančnej neistoty v období od roka 2001 do 2003.<sup>2</sup> Tieto upravené hodnoty síce v roku 2005 vzrástli rovnako, v porovnaní s hodnotami peňažných medzier vychádzajúcich z oficiálneho M3 však boli naďalej podstatne nižšie.

Pri hodnotení týchto parametrov likvidity je však potrebné zohľadniť skutočnosť, že ide len o nedokonalé odhady stavu likvidity. Vzhľadom na to, že výber základného obdobia je do istej

**Graf 9 Odhad peňažnej medzery<sup>1)</sup>**

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

— Nominálna peňažná medzera podľa oficiálneho M3  
 ..... Reálna peňažná medzera podľa oficiálneho M3  
 - - - Nominálna peňažná medzera podľa M3 upraveného o odhadnutý vplyv portfóliových presunov<sup>2)</sup>  
 — Reálna peňažná medzera podľa M3 upraveného o odhadnutý vplyv portfóliových presunov<sup>2)</sup>



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 základným obdobím je december 1998.

2) Odhady rozsahu portfóliových presunov do M3 sú konštruované použitím postupu uvedeného v štvrtej časti článku „Monetary analysis in real time“ v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2004.

miery náhodný, tieto odhady sprevádza značná neistota, a preto by sa s nimi malo narábať opatrne. Okrem toho nie je možné celkom vylúčiť možnosť, že súčasný stav likvidity do istej miery odzrkadľuje trvalú zmenu správania sa hospodárskych subjektov v oblasti dopytu po peniazoch, konkrétne štruktúralne vyšší záujem o likviditu, a tým aj rast požadovanej úrovne držby peňazí. A nakoniec, odhad M3 upravený o portfóliové presuny je spojený so značnou neistotou týkajúcou sa odhadu úprav samotného M3.

Uvedená značná miera neistoty sa jasne prejavuje v celom rade odhadov odvodených zo štyroch spomenutých ukazovateľov likvidity. Aj napriek

<sup>2</sup> Podrobnejšie údaje nájdete vo štvrtej časti článku „Monetary analysis in real time“ v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2004.

tejto neistote však z týchto ukazovateľov celkovo vyplýva, že počas roku 2005 bol v eurozóne vysoký objem likvidity. Zo strednodobého až dlhodobšieho hľadiska vysoká likvidita ohrozuje cenovú stabilitu. Navyše výrazný rast objemu peňazí a úverov v kontexte už i tak vysokého stavu likvidity vyvoláva potrebu pozorne sledovať vývoj cien aktív, a to najmä na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, vzhľadom na možnosť vzniku nerovnováh.

### ÚROKOVÉ MIERY PEŇAŽNÉHO TRHU BOLI STABILNÉ, KONCOM ROKA VZRÁSTLI

Počas väčšiny roka 2005 udržiavala Rada guvernérov kľúčové úrokové sadzby na nezmenenej úrovni. Dňa 1. decembra 2005 sa kľúčové úrokové sadzby ECB zvýšili o 25 bázických bodov, aj naďalej však zostali historicky nízke. Úrokové miery peňažného trhu na kratšom konci výnosovej krivky (napríklad jednomesačná úroková miera EURIBOR zobrazená v grafe 10) tento vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB presne kopirovali.

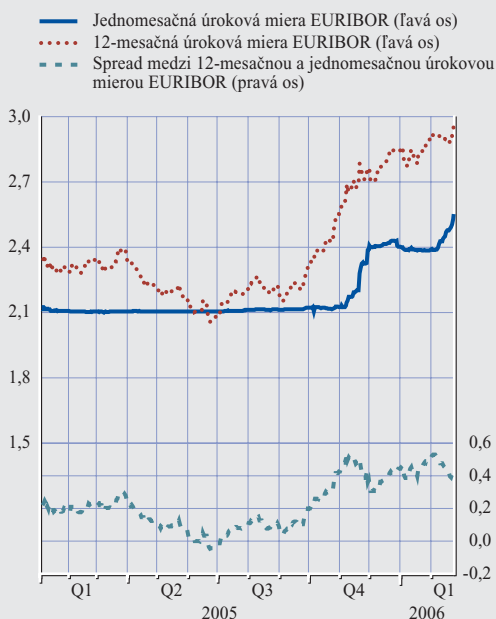
Až do novembra boli viac-menej stabilné na úrovni mierne nad 2 %, potom však v očakávaní zvýšenia kľúčových úrokových sadzieb ECB vzrástli.

Úrokové miery peňažného trhu v prípade dlhších splatností boli počas prvého štvrtého roka 2005 v podstate stabilné a pohybovali sa na úrovni o niečo vyššej ako v prípade kratších splatností. V druhom štvrtého roka 2005 začala dvanásť mesačná miera EURIBOR klesať a koncom júna dosiahla rovnakú úroveň – a nakrátko dokonca nižšiu úroveň – ako úrokové miery na kratšom konci výnosovej krivky peňažného trhu. Toto klesanie sa ku koncu júla 2005 obrátilo a od začiatku posledného štvrtého roka začalo dochádzať k zrýchľovaniu rastu úrokových mier pre dlhšie splatnosti, ktoré pokračovalo aj začiatkom roku 2006.

Tento vývoj mal vplyv na sklon výnosovej krivky peňažného trhu. Ku koncu mája 2005 sa do určitej miery očakávalo zníženie kľúčových

**Graf 10 Krátkodobé úrokové miery v eurozóne a sklon výnosovej krivky peňažného trhu**

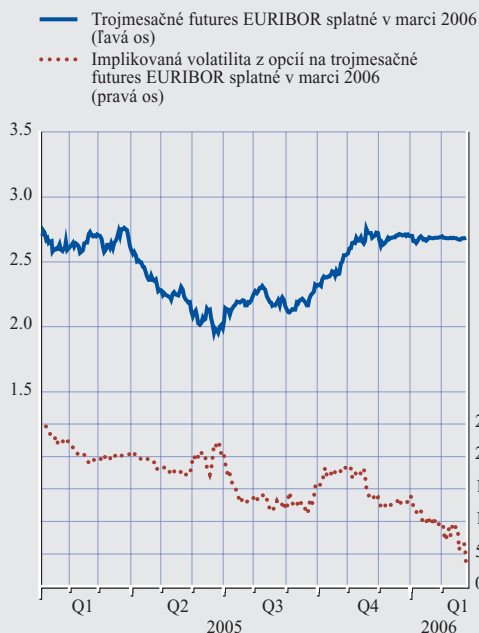
(v % p. a.; v percentuálnych bodoch; denné údaje)



Zdroj: Reuters.

**Graf 11 Úrokové miery trojmesačných futures EURIBOR a implikovaná volatilita odvodená z opcí na trojmesačné futures EURIBOR**

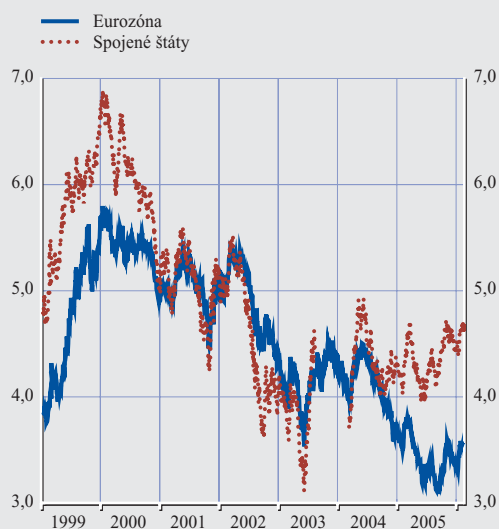
(v % p. a.; v bázických bodoch; denné údaje)



Zdroj: Reuters a Bloomberg.

**Graf 12 Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov<sup>1)</sup>**

(v % p. a.; denné údaje)

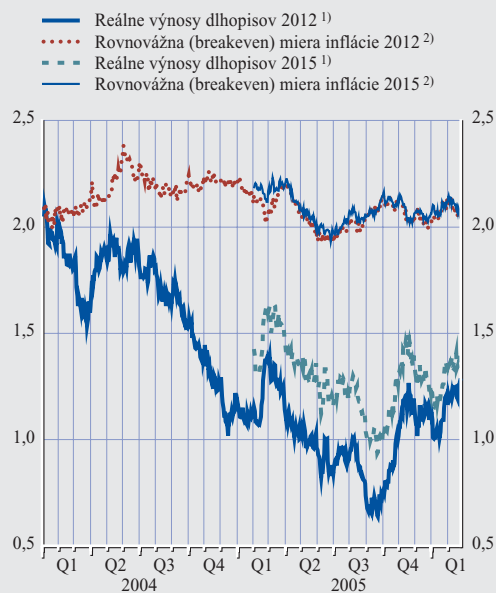


Zdroj: Reuters, Bloomberg a Thomson Financial Datastream.

- 1) Dlhopisy s desaťročnou alebo inou najbližšou splatnosťou.
- 2) Od 1. januára 2001 vrátane Grécka.

**Graf 13 Reálne výnosy dlhopisov a rovnovážna (breakeven) miera inflácie v eurozóne**

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Reálne výnosy dlhopisov sú odvodené z trhovej ceny francúzskych vládnych dlhopisov viazaných na index HICP eurozóny (bez tabakových výrobkov). Metóda výpočtu rovnovážnej (breakeven) miery inflácie je uvedená v boxe 2 Mesačného bulletinu z februára 2002.

úrokových sadzieb ECB, v dôsledku čoho došlo k poklesu mier, najmä na dlhšom konci výnosovej krivky peňažného trhu. Sklon výnosovej krivky peňažného trhu (meraný ako rozdiel medzi dvanásťmesačnou a jednomesačnou mierou EURIBOR) prešiel v júni do záporných hodnôt a 23. júna 2005 dosiahol svoj najnižší bod -5 bázických bodov. Očakávania trhu týkajúce sa zníženia kľúčových úrokových sadzieb ECB sa však po zlepšení vyhladok hospodárskeho rastu v eurozóne rýchlo rozplynuli. Výsledkom bol rast výnosovej krivky peňažného trhu, ktorý pokračoval až do polovice novembra, keď krátkodobé miery reagovali na čoraz väčšie očakávania zvýšenia kľúčových úrokových sadzieb a sklon výnosovej krivky sa mierne vyrovnal. Po prelome roka sa krátkodobé miery peňažného trhu viac-menej ustálili, zatiaľ čo dlhodobé miery ďalej stúpali. Sklon výnosovej krivky sa následne zväčšil a v januári 2006 dosiahol úroveň porovnateľnú s úrovňou v polovici novembra. Vo februári sa však tento

pohyb otočil, krátkodobé miery sa zvýšili, zatiaľ čo dlhodobé miery zostali viac-menej stabilné, a 24. februára 2006 dosahovala jednomesačná miera EURIBOR 2,55 % a dvanásťmesačná 2,96 %. V dôsledku toho v priebehu februára sklon výnosovej krivky peňažného trhu opäť poklesol o 10 bázických bodov.

Implikovaná volatilita odvodená z opcii na trojmesačné termínové obchody (futures) EURIBOR od januára do mája 2005 výrazne klesala, čo naznačuje, že účastníci trhu budúcemu smerovaniu krátkodobých úrokových mier pripisovali len veľmi nízku mieru neistoty. Nízka volatilita však neskôr dvakrát stúpala, prvýkrát v júni 2005 a ešte výraznejšie počas posledného štvrtroka 2005. V oboch prípadoch bol jej nárast spojený s očakávaniami zmeny kľúčových úrokových sadzieb ECB. Ku koncu roka a najmä po rozhodnutí Rady guvernérov z 1. decembra zvýšiť úrokové sadzby volatilita najskôr klesla a potom sa stabilizovala. Na

začiatku roka 2006 volatilita znova klesla a v porovnaní s hodnotami z roku 2005 dosiahla veľmi nízku úroveň (graf 11).

### VÝNOSY DLHODOBÝCH DLHOPISOV V ROKU 2005 NA HISTORICKÝCH MINIMÁCH

Výnosy dlhodobých dlhopisov v eurozóne v roku 2005 zaznamenali najnižšie hodnoty za posledných sto rokov.<sup>3</sup> Po dosiahnutí historicky nízkej úrovne 3,1 % v septembri 2005 výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny ku koncu roka vzrástli na 3,4 %, čo bolo ešte stále asi o 35 bázických bodov menej ako na konci roka 2004 (graf 12).

Nízka úroveň výnosov dlhodobých dlhopisov v eurozóne v roku 2005 bola celkovo odrazom vnímania obmedzených dlhodobých inflačných tlakov účastníkmi trhu a nízkych reálnych výnosov (graf 13). Dlhodobé inflačné očakávania – vyjadrené rovnovážnymi (break-even) mierami inflácie – sa v priebehu roka 2005 pohybovali v pomerne úzkom pásme, zostali teda dobre ukotvené na relatívne nízkej úrovni. Na reálne výnosy dlhodobých dlhopisov podľa všetkého vplývalo nielen zníženie očakávaní dlhodobého rastu, najmä v kontexte rastu cien ropy (box 2 Vplyv rastu cien ropy na výnosy dlhopisov a ceny akcií: porovnanie historického vývoja v eurozóne a Spojených štátoch), ale aj vysoký dopyt po štátnych dlhopisoch.

Koncom prvého štvrťroka výnosy dlhodobých dlhopisov v eurozóne zaznamenali najvyššiu úroveň v roku 2005, a to 3,8 %. Tento vývoj odzrkadľoval predovšetkým zvyšovanie výnosov amerických dlhodobých štátnych dlhopisov v prostredí zvýšených cenových tlakov a celkovo priaznivých údajov o vyhladkách hospodárskeho rastu v Spojených štátoch.

Od konca prvého do konca tretieho štvrťroka sa výnosy dlhodobých dlhopisov v eurozóne vrátili ku klesajúcej tendencii, pričom na konci tretieho štvrťroka 2005 dosiahli historické minimum 3,1 %. Tento pokles výnosov dlhodobých dlhopisov bolo odrazom znižovania reálnych výnosov až do konca tretieho štvrťroka, pričom obavy z inflácie zostali obmedzené aj

napriek výraznému rastu cien ropy (graf 13). Na znižovanie reálnych výnosov pravdepodobne len čiastočne vplývali makroekonomické fundamenty, t. j. vyhladky dlhodobého rastu. Ich pokles sa dá v oveľa väčšej miere pripísať iným faktorom súvisiacim najmä s nezvyčajne vysokým dopytom po dlhodobých dlhopisoch.<sup>4</sup> V eurozóne zvýšili objem držaných dlhodobých dlhopisov najmä penzijné fondy, motivované čiastočne zmenami platných predpisov a čiastočne zvýšenou potrebou zosúladiť svoje aktíva so svojimi (dlhodobými) pasívami. Ďalšou štrukturálnou zmenou, ktorá mohla z dlhodobejšieho hľadiska prispieť k nízkej úrovni výnosov dlhopisov, je vyšší záujem o sporenie zo strany generácie z obdobia vysokej pôrodnosti a starnutie populácie vo všeobecnosti. Na pokles výnosov dlhodobých dlhopisov mohlo vplývať aj špekulatívne správanie, ako napríklad obchody typu „yield curve carry trade“, t. j. požičanie si prostriedkov s nízkymi krátkodobými úrokovými sadzbami a investovanie do dlhodobějších nástrojov.

Nízka úroveň výnosov dlhodobých štátnych dlhopisov bola zaznamenaná na všetkých hlavných trhoch. Táto skutočnosť môže naznačovať, že výnosy dlhopisov v eurozóne klesli nielen pod vplyvom domácich faktorov, ale vo veľkej miere tiež v dôsledku zvýšeného globálneho dopytu po dlhopisoch eurozóny. V tomto ohľade mohlo svoju úlohu zohrať zvyšovanie dopytu po dlhopisoch zo strany krajín vyvážajúcich ropu a neustále vysoký dopyt po dlhopisoch zo strany ázijských a iných centrálnych bánk spolu s rastúcou diverzifikáciou devízových rezerv. Navyše nemožno vylúčiť, že nízka úroveň výnosov dlhodobých dlhopisov v roku 2005 súvisela aj s vysokým objemom likvidity v globálnom finančnom systéme po dlhšom období prispôsobivého nastavenia menovej politiky.

3 Pozri box „Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective“ v Mesačnom bulletinu ECB z augusta 2005.

4 Pozri box „Recent developments in long-term real interest rates“ v Mesačnom bulletinu ECB z apríla 2005.

Koncom tretieho štvrťroka 2005 sa klesanie nominálnych a reálnych výnosov dlhopisov v eurozóne zastavilo. Zo zvýšenia nominálnych výnosov dlhodobých dlhopisov a výnosov indexovaných dlhopisov v poslednom štvrťroku 2005 vyplýva, že trhy v blízkej budúcnosti očakávajú mierne rýchlejšie tempo hospodárskeho rastu v eurozóne. Zvýšenie nominálnych a reálnych výnosov dlhodobých dlhopisov v eurozóne bolo tiež dôsledkom toho, že účastníci trhu upravovali svoje očakávania budúceho vývoja krátkodobých úrokových mier v krátkodobom až strednodobom horizonte smerom nahor, čo v poslednom štvrťroku 2005 potvrdilo postupné posúvanie implikovanej forwardovej výnosovej krivky v príslušných segmentoch splatností smerom nahor.

V dôsledku tohto vývoja nominálne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne minulý rok skončili na hodnote 3,4 %, t. j. o približne 35 bázických bodov menej ako na konci roku 2004. V Spojených štátoch naopak výnosy desaťročných štátnych dlhopisov počas rovnakého obdobia vzrástli o približne 20 bázických bodov. Rozdiel medzi desaťročnými úrokovými sadzbami v Spojených štátoch a v eurozóne sa tak počas roku 2005 výrazne zväčšil. Zatiaľ čo na konci roka 2004 predstavoval 55 bázických bodov, na začiatku posledného štvrťroka 2005 dosahoval až 120 bázických bodov. Tento stav bol odrazom rozdielných názorov účastníkov trhu na vyhliadky makroekonomického vývoja a rozdielných

očakávaní vývoja krátkodobých úrokových mier v týchto dvoch ekonomikách. Dlhodobejšie reálne výnosy dlhopisov v eurozóne v roku 2005 klesli, zatiaľ čo v Spojených štátoch výrazne vzrástli.

Dlhodobé rovnovážne miery inflácie v eurozóne sa v roku 2005 pohybovali v úzkom pásme od 1,9 % do 2,2 % (graf 13) i napriek rastu cien ropy. Rovnovážna miera inflácie (do roku 2012) dosahovala na konci roku 2005 2,0 %, t. j. o 20 bázických bodov menej ako na konci roka 2004.

Implikovaná volatilita trhu s dlhopismi – ktorá je vyjadrením názorov účastníkov trhu na to, v akých pásmach sa budú v blízkej budúcnosti pohybovať výnosy dlhopisov – sa pohybovala na nízkych úrovniach z druhého polroka 2004. To znamená, že účastníci trhu v roku 2005 očakávali na trhu s dlhopismi v eurozóne pomerne obmedzené krátkodobé fluktuácie výnosov.

V prvých dvoch mesiacoch roka 2006 výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov na svetových trhoch rástli. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne dosahovali 24. februára o 20 bázických bodov viac ako na konci roku 2005. Tento nárast sa odrazil vo zvýšení výnosov dlhodobých indexovaných dlhopisov, zatiaľ čo dlhodobejšie inflačné očakávania vyjadrené rovnovážnymi mierami inflácie zostali na viac-menej nezmenenej úrovni.

## Box 2

### VPLYV RASTU CIEN ROPY NA VÝNOSY DLHOPISOV A CENY AKCIÍ: POROVNANIE HISTORICKÉHO VÝVOJA V EUROZÓNE A SPOJENÝCH ŠTÁTOCH

Tento box sa zameriava na problematiku vplyvu vyšších cien ropy na očakávania trhu týkajúce sa hospodárskeho rastu a inflácie, ktoré sa premietajú do výnosov dlhodobých dlhopisov a do cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch. Reakcie finančných trhov na najnovší vzostup cien ropy sa porovnávajú s reakciami z predchádzajúcich období vysokých cien ropy. Na rozdiel od minulosti boli reakcie výnosov dlhopisov a cien cenných papierov v eurozóne a Spojených štátoch v posledných rokoch pomerne nevýrazné.

Dôvody a spôsoby reakcií výnosov dlhopisov na zmeny cien ropy pomáha objasniť tzv. Fisherova hypotéza. Podľa nej sa dlhodobé nominálne úrokové miery dajú rozložiť na očakávanú reálnu úrokovú mieru a prémiiu, ktorú investori požadujú ako náhradu za očakávanú infláciu počas doby platnosti dlhopisu. Zložka reálnej úrokovej miery môže byť zasa okrem iného naviazaná na vyhladky priemerného rastu ekonomiky počas platnosti dlhopisu z pohľadu investorov na dlhopisovom trhu. Vyššie ceny ropy zvyčajne znižujú vyhladky krátkodobého až strednodobého rastu v neropných ekonomikách, pričom zároveň spôsobujú silnejšie inflačné tlaky a tým zvyšujú inflačné očakávania. Teoreticky teda celková reakcia nominálnych výnosov dlhopisov na vyššie ceny ropy prostredníctvom „kanála očakávaní“ nie je jednoznačná, pretože závisí od relatívnej intenzity vplyvu na rastové a inflačné očakávania.

V minulosti mali nominálne výnosy dlhopisov v čase maximálnych cien ropy tendenciu rásť, pretože rýchle zvyšovanie inflácie a inflačných očakávaní jednoznačne vykompenzovali tlak na pokles reálnych úrokových mier, ktorý je spojený so súbežným poklesom hospodárskej aktivity. V prvých troch riadkoch tabuľky A sú uvedené zmeny výnosov desaťročných dlhopisov v priebehu 12 mesiacov pred vyvrcholením cien ropy počas dvoch období ropných šokov v 70. rokoch (v januári 1974 a novembri 1979) a v dôsledku vojny v Perzskom zálive v roku 1990 (v októbri).<sup>1</sup> Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov naozaj výrazne vzrástli na oboch stranách Atlantiku – o 90 až 180 bázických bodov v Nemecku, resp. o 50 až 150 bázických bodov v Spojených štátoch. V priebehu uvedených období skutočná miera inflácie v oboch ekonomikách podstatne vzrástla a medzi investormi spôsobila zvýšenie inflačných očakávaní. Je veľmi pravdepodobné, že hospodárska recesia, ktorá bola pre tieto obdobia príznačná, tiež vyvíjala tlak na zníženie reálnej úrokovej miery. Výsledný prudký rast nominálnych výnosov dlhopisov preto naznačuje, že vyššie inflačné očakávania viac než vykompenzovali pravdepodobný pokles dlhodobých reálnych úrokových mier.

Počas posledného výrazného rastu cien ropy však dlhodobé úrokové miery reagovali veľmi odlišne, a to predovšetkým v eurozóne (štvrtý riadok v tabuľke A). V priebehu 12 mesiacov pred vyvrcholením cien ropy v septembri 2005 výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v eurozóne klesli asi o 90 bázických bodov a v Spojených štátoch sa zvýšili o 20 bázických bodov. Zdá sa, že je to predovšetkým dôsledkom skutočnosti, že na rozdiel od predchádzajúcich ropných šokov zostala tentoraz skutočná a očakávaná inflácia pomerne stabilná. Ako vidieť z tabuľky A, desaťročné rovnovážne (break-even) miery inflácie – aj keď nie sú dokonalým meradlom inflačných očakávaní – sa v priebehu sledovaného obdobia zmenili len nevýrazne.<sup>2</sup> Navyše sa zdá, že vyššie ceny ropy spôsobili aj mierny pokles rastových očakávaní účastníkov trhu a zodpovedajúce zníženie dlhodobých reálnych úrokových mier. Počas obdobia pred vyvrcholením rastu cien ropy v septembri 2005 výnosy desaťročných indexovaných dlhopisov v eurozóne klesli o približne 80 bázických

**Tabuľka A Zmeny výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov v eurozóne a v Spojených štátoch za dvanásťmesačné obdobia predchádzajúce vyvrcholeniam cien ropy**

(v bázických bodoch)

	Eurozóna	Spojené štáty
Jan. 1973 – jan. 1974	91	46
Nov. 1978 – nov. 1979	117	152
Okt. 1989 – okt. 1990	176	73
Sep. 2004 – sep. 2005	-89	20
<i>z toho:</i>		
dlhodobé reálne úrokové miery	-79	-4
dlhodobé rovnovážne miery inflácie	-10	24

Zdroj: BIS, Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Za prvé tri obdobia boli v prípade eurozóny použité údaje o nemeckých dlhopisoch.

<sup>1</sup> Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v Nemecku v uvedených troch obdobiach zastupujú výnosy dlhopisov v eurozóne.

<sup>2</sup> Trh s indexovanými dlhopismi je pomerne nový, a preto v prípade predchádzajúcich troch období vyvrcholenia cien ropy podobné členenie nie je možné uviesť.



bodov, zatiaľ čo v Spojených štátoch je o podobnej reakcii len veľmi málo dôkazov (tabuľka A). Pokles nominálnych výnosov dlhodobých dlhopisov v eurozóne počas uvedeného obdobia preto vyplýva najmä z nižších reálnych výnosov dlhopisov, pričom inflačné očakávania sa v podstate nezmenili. Okrem toho vyššia dôveryhodnosť a predvídateľnosť krokov centrálnych bánk prispela k zmierneniu neistoty, a tým i k obmedzeniu pohybov výnosov dlhopisov v minulom roku. Zdôvodňovať vzťah medzi nedávnym vývojom výnosov z dlhodobých dlhopisov a cenami ropy len prostredníctvom dopadu cien ropy na rastové a inflačné očakávania účastníkov trhu by však znamenalo zanedbanie niekoľkých ďalších faktorov, ktoré mohli obe premenné priamo ovplyvniť.<sup>3</sup>

Vývoj cien ropy môže ovplyvňovať aj kurzy akcií. Cena akcie sa teoreticky rovná súčtu očakávaných budúcich dividend diskontovaných bezrizikovou úrokovou mierou a rizikovej prémie, ktorú za jej držbu vyžadujú investori. Namiesto očakávaných budúcich dividend možno v ocenení použiť očakávaný zisk, ak predpokladáme, že určitá časť zisku bude vyplatená formou dividend. Zmeny cien ropy môžu ovplyvniť všetky tri zložky. Vyššie náklady na energie môžu napríklad v prípade niektorých podnikov spomaliť očakávaný rast zisku, ale zároveň ho zvýšiť u podnikov, ktoré z rastu cien ropy profitujú (napr. firmy zaoberajúce sa prieskumom ložísk ropy). Reálne výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov sa často používajú ako substitút reálnej bezrizikovej úrokovej miery, pričom zmeny cien ropy môžu horeuvedeným spôsobom ovplyvniť aj túto zložku. A keďže v čase vysokých cien ropy u investorov zvyčajne prevláda vyššia neistota z budúceho vývoja podnikových ziskov, za držbu akcií môžu požadovať vyššie rizikové prémie. Aj keď niektoré zložky môžu pôsobiť protichodne, vysoké a stúpajúce ceny ropy spravidla pre vývoj cien akcií nevešia nič dobré, pretože sa zvyčajne spájajú s budúcim nepriaznivým vplyvom na vnímanú mieru ziskovosti podnikov (prvé tri riadky tabuľky B).

V tabuľke B sú uvedené ročné výnosy na akciových trhoch v eurozóne a USA v tých istých štyroch obdobiach maximálnych cien ropy. Poukazuje aj na nápadné rozdiely medzi vývojom cien akcií počas posledného obdobia pred vyvrcholením cien ropy a počas predchádzajúcich období. Zatiaľ čo dva ropné šoky v 70. rokoch a ďalšie vyvrcholenie cien začiatkom 90. rokov boli spojené s pomerne nízkou návratnosťou investícií do akcií, počas obdobia od septembra 2004 do septembra 2005 sa ceny akcií, predovšetkým v eurozóne, zvyšovali. V poslednom prípade preto účastníci trhu zrejme pripisovali menší význam faktorom súvisiacim s cenou ropy, ktoré majú sklon ovplyvňovať kurz akcií.

Dôvodom môže byť skutočnosť, že v porovnaní so 70. rokmi a začiatkom 80. rokov sú vyspelé ekonomiky dnes oveľa menej závislé na ropе a že nedávny rast cien ropy bol vo väčšej miere spôsobený zvýšeným dopytom v dôsledku celkovo priaznivej globálnej hospodárskej aktivity. Okrem toho sa zdá, že riziká eskalácie v rámci procesu vyjednávania miezd a mzdovo-inflačnej špirály sú v porovnaní s predchádzajúcimi ropnými šokmi nižšie. Pri relatívnom hodnotení vidieť, že vyšší nárast

**Tabuľka B 12-mesačné zmeny burzových cien v eurozóne a v Spojených štátoch pred vyvrcholeniami cien ropy**

(v %)	Eurozóna	Spojené štáty
Jan. 1973 – jan. 1974	-2	-19
Nov. 1978 – nov. 1979	2	3
Okt. 1989 – okt. 1990	-1	-9
Sep. 2004 – sep. 2005	30	12

Zdroj: Datastream, Reuters a výpočty ECB.  
Poznámka: Vo výpočte sa ako burzový index použil celkový trhový index Datastream.

<sup>3</sup> Je napríklad pravdepodobné, že pod nedávny vývoj dlhodobých reálnych úrokových mier sa podpísalo aj viacero faktorov, ktoré určujú výšku rizikových prémie zahrnutých do výnosov dlhopisov. Pozri box „Recent developments in long-term real interest rates“ v Mesačnom bulletinu ECB z apríla 2005.



cien na akciovom trhu eurozóny v porovnaní s americkým trhom v období 2004 až 2005 je do istej miery odrazom výraznejšieho poklesu dlhodobých reálnych úrokových mier v eurozóne (tabuľka A).

Celkovo teda možno konštatovať, že na rozdiel od podobných prípadov v minulosti akciové a dlhopisové trhy v eurozóne a Spojených štátoch na posledné výrazné zvýšenie cien ropy reagovali miernejšie. Pokles reálnych výnosov indexovaných dlhopisov v eurozóne môže naznačovať, že nedávna vysoká hladina cien ropy mohla vzbudiť určité obavy pokiaľ ide o perspektívu hospodárskeho rastu v eurozóne, aj keď v tomto období mohli svoju úlohu zohrať aj iné štrukturálne a krátkodobé faktory. Pokiaľ ide o stabilnú rovnovážnu mieru inflácie v eurozóne, nemožno vylúčiť, že kľúčovým faktorom odolnosti cien finančných aktív počas posledného ropného šoku bola zvýšená miera dôveryhodnosti centrálnych bánk v zabezpečovaní prostredia s nízkou a stabilnou infláciou.

#### CENY AKCIÍ V EUROZÓNE V ROKU 2005 ĎALEJ RÁSTLI

V roku 2005 ceny akcií v eurozóne pokračovali v rastúcom trende, ktorý nastúpili začiatkom roka 2003 (graf 14). Index Dow Jones EURO STOXX ku koncu roka vykázal medziročný nárast o 23 %. Napriek tomu, že zaostal za indexom Nikkei 225, v porovnaní s indexom Standard & Poor's 500 dosiahol lepšie výsledky. Odhliadnuc od relatívneho vývoja úrokových mier sa horšie výsledky amerických akciových trhov dajú do istej miery pripísať kurzovému vývoju – v roku 2005 sa americký dolár posilnil o 13 % voči euru a o 15 % voči japonskému jenu.

Na priaznivých výsledkoch trhu akcií v eurozóne v roku 2005 sa podľa všetkého podieľalo viacero faktorov, predovšetkým nižšie dlhodobé úrokové miery, ktorými sa diskontujú očakávané budúce hotovostné toky, a pokračujúci dvojciferný rast skutočného zisku na akciu (graf 15). Väčšina analytikov akciového trhu svoje odhady zisku upravila smerom nahor. K priaznivému prostrediu pre vývoj cien akcií zrejme prispela i naďalej nízka volatilita akciového trhu, ktorá naznačuje nízku mieru obáv účastníkov akciového trhu z jeho vývoja v najbližšom období.

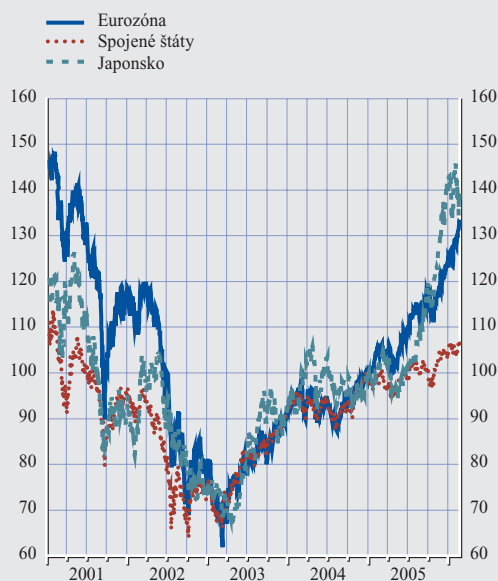
Potenciálne negatívne faktory, ako napríklad menej optimistický výhľad hospodárskeho vývoja v dôsledku prudkého rastu cien ropy (box 2), nárast cien akcií stlmili len čiastočne.

Zo sektorového hľadiska bolo zvýšenie cien akcií v eurozóne v roku 2005 najvýraznejšie

v ropnom a plynárenskom priemysle (čo zodpovedá výraznému rastu vykázaných ziskov najmä vďaka vývoju cien ropy) a vo finančnom sektore. Z desiatich hospodárskych odvetví zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX bol medziročný pokles cien akcií v závere roka 2005 zaznamenaný len v sektore telekomunikácií. V porovnaní s celkovým

Graf 14 Burzové indexy

(index: 31. december 2004 = 100; denné údaje)

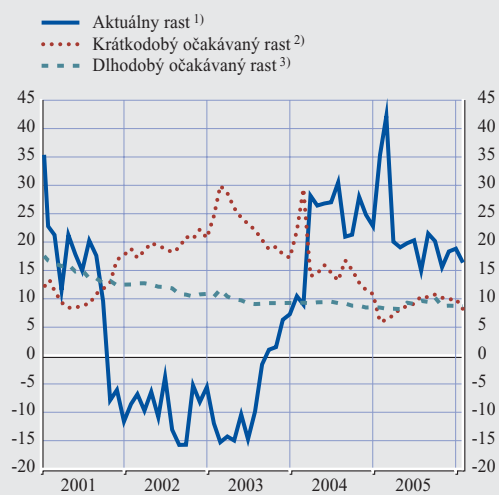


Zdroj: Reuters a Thomson Financial Datastream.

Poznámka: Použité indexy: širší index Dow Jones EURO STOXX za eurozónu, Standard & Poor's 500 za Spojené štáty a Nikkei 225 za Japonsko.

**Graf 15 Rast aktuálnych a očakávaných výnosov spoločností na akciu**

(v % p. a.; mesačné údaje)



Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Rast výnosov na akciu indexu Dow Jones EURO STOXX.

1) Zodpovedá výnosom na akciu na konci 12-mesačného obdobia.

2) Zodpovedá očakávaným výnosom analytikov o 12 mesiacov.

3) Zodpovedá očakávaným výnosom analytikov o tri až päť rokov.

indexom v roku 2005 dosiahli slabšie výsledky aj sektory spotrebiteľských služieb a zdravotnej starostlivosti. Zo zaostávania týchto sektorov vyplýva, že ziskové vyhliadky podnikov, ktoré sú vo vyššej miere závislé od súkromnej spotreby, boli v roku 2005 v porovnaní s ostatnými sektormi slabšie.

Začiatkom roku 2006 ceny akcií na svetových trhoch aj naďalej rástli. Do 24. februára 2006 sa index Dow Jones EURO STOXX v porovnaní s koncom roka 2005 zvýšil o 8 %. Indexy Standard & Poor's 500 a Nikkei 225 v tom istom období rástli pomalšie. Za uvedeným nárastom cien akcií sa skrýva celkovo solídny rast podnikových ziskov a väčší záujem investorov o majetkové cenné papiere.

#### VYSOKÝ DOPYT DOMÁCNOSTÍ PO FINANCIÁCH

V roku 2005 úverovanie domácností pokračovalo vo vzostupnom trende pozorovanom od polovice roku 2003, pričom dochádzalo k podstatnému

rastu úverov na nákup nehnuteľností na bývanie a stále rýchlejšiemu rastu spotrebných úverov. Ročná miera rastu úverov peňažných finančných inštitúcií (PFI) poskytovaných domácnostiam sa v decembri 2005 zvýšila na 9,4 % zo 7,9 % na konci roka 2004. Pri sledovaní vývoja na úrovni eurozóny však nevidieť rozdiely medzi jednotlivými krajinami (box 3 Rozdiely v tempe rastu úverov domácnostiam v krajinách eurozóny).

Dynamika vývoja úverov, ktoré domácnostiam poskytujú ostatní finanční sprostredkovatelia, ktorá bola v predchádzajúcom roku oveľa silnejšia ako v prípade úverov PFI, sa v roku 2005 podstatne spomalila. V dôsledku toho sa ročná miera rastu celkových úverov domácnostiam priblížila k miere rastu úverov domácnostiam poskytovaných PFI.

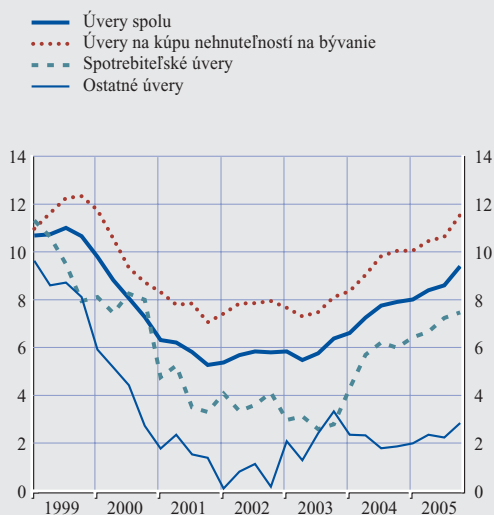
Pri pohľade na rozdelenie úverov PFI domácnostiam podľa účelu použitia sa zdá, že v roku 2005 bol rast úverov domácnostiam v porovnaní s predchádzajúcim rokom rovnomernejšie rozložený medzi jednotlivé kategórie úverov. Napriek tomu však bol hlavným motorom úverovej dynamiky aj naďalej výrazný dopyt po úveroch na kúpu nehnuteľností na bývanie (graf 16). Je pravdepodobné, že stále vysoký dopyt po hypotekárnych úveroch bol spojený tak s ďalším znižovaním hypotekárnych sadzieb v celej eurozóne, ako aj s dynamickým vývojom na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie v mnohých regiónoch (časť 2.3 v tejto kapitole).

Sadzby hypotekárnych úverov, ktoré boli nízke už v predchádzajúcich rokoch, v roku 2005 ďalej klesali (graf 17). Úrokové sadzby úverov PFI poskytovaných na nákup nehnuteľností na bývanie s počiatočnou dobou fixácie od päť do desať rokov sa napríklad v priebehu roka znížili o 13 bazických bodov až na úroveň 3,7 % v decembri 2005.

Okrem toho z výsledkov prieskumu zameraného na úverovú aktivitu bánk v eurozóne vyplýva, že výrazný rast úverov na nákup nehnuteľností na bývanie – napriek tomu, že ťažil prevažne

**Graf 16 Úvery PFI domácnostiam**

(medziročná percentuálna zmena)



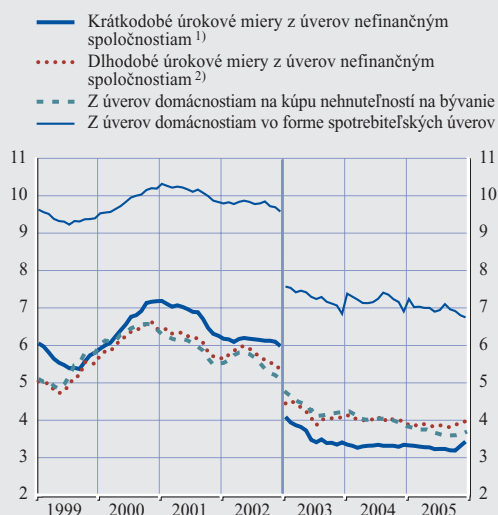
Zdroj: ECB.

z vysokého dopytu domácností – mohol súvisieť aj s určitým uvoľnením kritérií bánk na poskytnutie úverov na nákup nehnuteľností v prvom a treťom štvrtroku 2005. Zmiernenie kritérií úverovej schopnosti a vysoký dopyt boli sčasti odrazom čoraz priaznivejšieho hodnotenia vyhliadok trhu nehnuteľností na bývanie zo strany bánk i dlžníkov.

Napriek pomerne obmedzenému rastu nominálnych spotrebných výdavkov na úrovni eurozóny ročná miera rastu spotrebných úverov v roku 2005 pokračovala v rastúcom trende, pričom v poslednom štvrtroku dosiahla 7,5 %.

**Graf 17 Úrokové miery z úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam**

(v % p. a.)



Zdroj: ECB.

Poznámky: Retailové úrokové miery do decembra 2002, úrokové miery PFI v nových obchodoch okrem bankových prečerpaní od januára 2003 (od decembra 2003 upravené vážením). Ďalšie informácie o štatistikách úrokových mier PFI sú v boxe 2 v Mesačnom bulletine ECB z decembra 2003 a o úprave vážením v boxe 3 v Mesačnom bulletine ECB z augusta 2004.

1) Do roku 2003 úrokové miery z úverov podnikom so splatnosťou do jedného roka. Od januára 2003 úvery nefinančným spoločnostiam s pohyblivým úročením a s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby do jedného roka.

2) Do roku 2003 úrokové miery z úverov podnikom so splatnosťou nad jeden rok. Od januára 2003 úvery nefinančným spoločnostiam s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby nad jeden rok.

Tento nárast zodpovedá nízkej hladine úrokových mier spotrebných úverov v roku 2005 a potvrdzuje ho aj výsledky prieskumu zameraného na úverovú aktivitu bánk v eurozóne, ktoré poukazujú na zmiernenie úverových podmienok.

**Box 3****ROZDIELY V TEMPE RASTU ÚVEROV DOMÁCNOSTIAM V KRAJINÁCH EUROZÓNY**

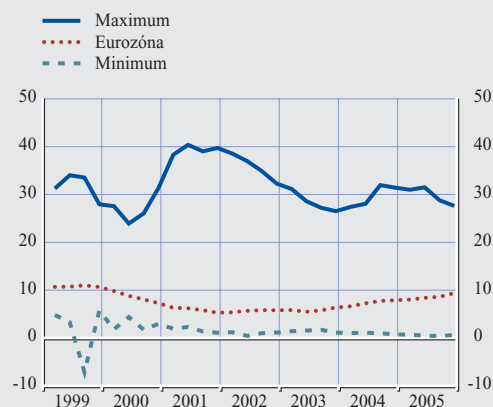
Ročná miera rastu úverov PFI domácnostiam v eurozóne, ktorá sa pomerne plynulo zvyšuje už od polovice roka 2003, na konci roka 2005 dosiahla 9,4 %. Za týmto rýchlym tempom rastu úverov na úrovni eurozóny sa však skrývajú podstatné rozdiely v jednotlivých členských štátoch. V tomto boxe sa tieto rozdiely hodnotia prostredníctvom štatistických ukazovateľov rozptylu, spolu s určitými vysvetleniami rozdielov medzi jednotlivými krajinami.

### Meranie rozdielov v tempe rastu úverov domácnostiam v jednotlivých krajinách eurozóny

Rozdiely v miere rastu úverov domácnostiam v jednotlivých krajinách sa dajú analyzovať z viacerých pohľadov. V grafe A je znázornené rozpätie medzi najvyššou a najnižšou ročnou mierou rastu celkových úverov PFI domácnostiam dosiahnutou v krajinách eurozóny od začiatku tretej etapy HMÚ. Toto rozpätie bolo väčšinou veľmi široké a viackrát prekročilo 30 percentuálnych bodov. Zatiaľ čo ročná miera rastu v krajinách s najrýchlejšou úverovou expanziou sa pohybovala v rozmedzí 25 % až 40 %, v krajinách s najpomalším rastom počas sledovaného obdobia bola dynamika úverovania domácností veľmi obmedzená a miestami klesla až pod nulu. Ak to porovnáme s mierou rastu od 5 % do 10 % za eurozónu ako celok, zdá sa, že krajiny s najvyšším tempom rastu boli „výnimkami“, resp. že ich váha v objeme nesplatených úverov domácnostiam na úrovni eurozóny je len relatívne nízka.

**Graf A Rozpätie rastu úverov PFI domácnostiam v krajinách eurozóny**

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Graf B ukazuje rozptyl ročných mier rastu úverov medzi jednotlivými krajinami v období 1999 až 2005 vyjadrený váženým variačným koeficientom po zohľadnení váhy jednotlivých krajín na celkovom objeme úverov v eurozóne. Výhodou tohto ukazovateľa je väčšia odolnosť voči vplyvu výnimočných hodnôt. Napriek tomu však bol vývoj oboch rozptylových ukazovateľov od roku 1999 celkovo dosť podobný – po vyvrcholení v polovici roku 2002 sa zdá, že v priebehu roku 2003 rozptyl miery rastu úverov domácnostiam medzi jednotlivými krajinami mierne klesal a neskôr sa v podstate ustálil nad úrovňou hodnôt z roku 1999.

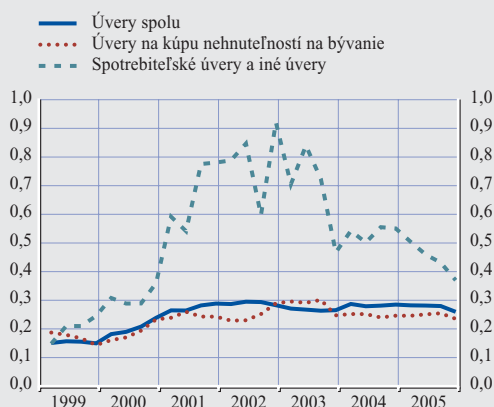
Celkový objem úverov PFI poskytovaných domácnostiam môžeme rozdeliť na úvery na nákup nehnuteľností na bývanie, spotrebné úvery a ostatné úvery. Ako je vidieť z grafu B, vážený variačný koeficient hypotekárnych úverov do polovice roka 2002 rástol, a odvtedy je pomerne stabilný. Vzhľadom na vysoký podiel hypotekárnych úverov na celkovom objeme úverov PFI domácnostiam (na konci roka 2005 takmer 70 %) rozptyl miery rastu hypotekárnych úverov v prevažnej miere zároveň určuje i rozptyl miery rastu celkových úverov domácnostiam. Vážený variačný koeficient rastu spotrebných úverov a ostatných úverov v minulosti kolísal oveľa viac ako v prípade hypotekárnych úverov. V poslednom čase sa však podľa všetkého ustálil, aj keď na podstatne vyššej úrovni ako vážený variačný koeficient rastu hypotekárnych úverov.

### Rast úverov domácnostiam a rozdiely v miere zadlženosti v jednotlivých krajinách eurozóny

Príčiny rozdielneho tempa rastu úverov domácnostiam v jednotlivých krajinách v posledných rokoch môžu byť rôzne. Okrem iného ide o rozdielnu finančnú situáciu domácností a mieru konvergenencie úrokových mier pred vstupom do menovej únie, rozdielnu štruktúru finančných trhov, najmä v oblasti hypotekárnych úverov, a rozdiely v základných hospodárskych faktoroch úverovania domácností – konkrétne v dynamike trhu s nehnuteľnosťami a v cenách nehnuteľností na bývanie.

Na grafe C je znázornená priemerná ročná miera rastu celkových úverov PFI poskytovaných domácnostiam v jednotlivých krajinách eurozóny počas obdobia od posledného štvrtého roka 1998 do posledného štvrtého roka 2005 v porovnaní s výškou zadlženosti domácností v jednotlivých krajinách ku koncu roka 1998. Krajiny eurozóny na začiatku tretej etapy HMÚ vykazovali podstatné rozdiely v miere zadlženosti domácností, ktorá sa vyjadruje ako pomer objemu úverov PFI k HDP. Z grafu je vidieť, že krajiny, ktorých počiatočná miera zadlženosti bola nižšia, v priemere vykázali výraznejší úverový rast ako krajiny, ktorých počiatočná zadlženosť bola vyššia. Nezrovnalosti v priemernej miere rastu pozorované od roka 1999 by sa preto mohli čiastočne pripísať procesu „konvergenčie“ mier zadlženosti v dôsledku vyrovnávania hladín úrokových mier a inflácie.

**Graf B Vážený variačný koeficient ročnej miery rastu úverov PFI domácnostiam**

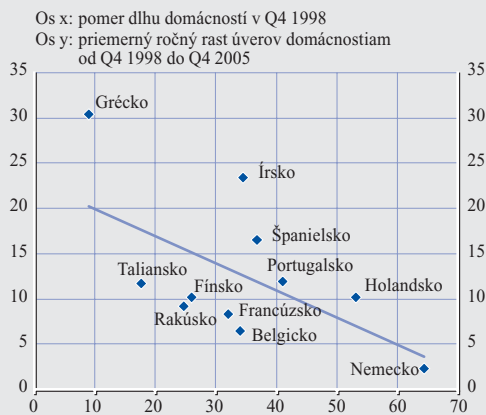


Zdroj: ECB.  
Poznámka: Vážený variačný koeficient premennej je pomer jej váženej štandardnej odchýlky k jej váženému priemeru. Váhy sú stanovené na základe podielu danej krajiny v príslušnej úverovej kategórii.

Keďže v roku 1999 sa výrazne líšila aj štruktúra finančných trhov v jednotlivých krajinách, je pravdepodobné, že bola jedným z dôvodov rozdielnej počiatočnej miery zadlženosti domácností. V prípade hypotekárnych trhov sa táto nejednotnosť prejavuje napríklad v rozdielnych podmienkach ponúkaných produktov, t. j. v dobe platnosti zmlúv, v používaní pevných alebo pohyblivých úrokových mier, ako aj v priemernej a maximálnej miere financovania (pomer výšky úveru k hodnote nehnuteľnosti). Napriek prenikavej liberalizácii finančného trhu a zostrovaniu konkurencie medzi finančnými sprostredkovateľmi v posledných rokoch bola intenzita vplyvu týchto štruktúrnych zmien finančných trhov v jednotlivých krajinách rôzna, pretože rôzna bola aj ich východisková pozícia, rýchlosť a rozsah uskutočnených reforiem. Jedným z dôsledkov tejto skutočnosti bol napríklad prudší pokles úrokových marží a ostatných úverových nákladov, ako aj širšia ponuka inovatívnych a diverzifikovaných hypotekárnych produktov (napr. ponuka úverov s dobou splatnosti 30 alebo dokonca až 50 rokov a zavedenie „harmonikovej“ pohyblivej sadzby a hypoték „bez amortizácie“) v niektorých krajinách, ktoré možnosť financovania nehnuteľností na bývanie sprístupnili širšiemu okruhu domácností. Rozdielna dynamika úverov domácností v jednotlivých krajinách teda môže čiastočne vyplývať z rôznorodosti miery a tempa zmien sofistikovanosti a rozvinutosti finančných trhov.

**Graf C Rast úverov PFI domácnostiam a zadlženosť domácností v krajinách eurozóny**

(os x: v % HDP; os y: medziročná percentuálna zmena)

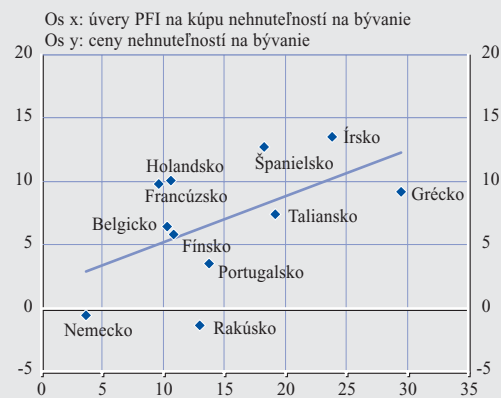


Zdroj: ECB.  
Poznámka: Luxembursko bolo z grafu vyňaté z dôvodu vysokého podielu cezhraničných úverov na celkových úveroch domácnostiam.

Zatiaľ čo krátkodobá úroková miera je v dôsledku menovej únie v jednotlivých krajinách jednotná, rozdiely v dynamike úverov domácností sú aj odrazom nerovnakého makroekonomického vývoja krajín eurozóny. Najzreteľnejšie je to v prípade vývoja na trhu s nehnuteľnosťami. Ako ukazuje graf D, ceny nehnuteľností na bývanie od roku 1999 vo viacerých krajinách (napr. v Írsku a Španielsku) veľmi rýchlo rástli, zatiaľ čo v iných krajinách (napr. v Nemecku a Rakúsku) boli stabilné. Vzhľadom na to, že hypotekárne úvery sú najväčšou zložkou celkových úverov domácností a prirodzene súvisia s dynamikou vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, podstatné rozdiely vo vývoji cien nehnuteľností sa prejavujú v rozdielnej miere rastu úverov domácností. Rozdielny objem spotrebných úverov môže zasa vyplývať z odlišnej výšky disponibilného príjmu a súkromnej spotreby v jednotlivých krajinách.

**Graf D Dynamika trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a objem úverov v eurozóne v rokoch 1999 – 2004**

(priemerná ročná miera rastu v %)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Luxembursko bolo z grafu vyňaté z dôvodu vysokého podielu cezhraničných úverov na celkových úveroch domácností.

Na záver teda možno konštatovať, že v ročnom tempe rastu celkových úverov PFI poskytovaných domácnostiam v období 1999 – 2005 boli medzi jednotlivými krajinami eurozóny podstatné rozdiely. Z uvedených údajov zároveň vyplýva, že rozdiely medzi jednotlivými krajinami neboli len prechodné. Zatiaľ čo jedným z možných dôvodov je konvergencia hladín inflácie a úrokových mier v jednotlivých krajinách pred začiatkom HMÚ – a teda vplyv prechodu na dôveryhodné prostredie s nízkou infláciou na začiatku tretej etapy – dôležitú úlohu zohral aj odlišný vývoj od zavedenia eura, a to najmä vývoj na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie a zmeny štruktúry finančného trhu. Za rozdielnou dynamikou rastu úverov domácností v jednotlivých krajinách samozrejme treba hľadať aj iné faktory. Okrem iného treba spomenúť odlišný vývoj príjmu a súkromnej spotreby, demografické faktory a rozdielny postoj k bývaniu vo vlastných nehnuteľnostiach v jednotlivých krajinách, pričom určitú úlohu mohli zohrať aj rozdielne možnosti odpočítania úrokových platieb z daňového základu, dane z kapitálového výnosu z investícií do nehnuteľností na bývanie a sekuritizácia hypotekárnych úverov. Zistené rozdiely možno čiastočne pripísať aj na konto rozdielneho stavu inovácií finančného sektora, ktoré zlepšili schopnosť bánk hodnotiť vývoj na trhu a úverové riziko.

### RAST ZADĽŽENOSTI DOMÁCNOSTÍ

V dôsledku pokračujúcej vysokej dynamiky úverového rastu sa pomer zadĺženosti domácností k disponibilnému dôchodku v roku 2005 znova mierne zvýšil (graf 18). Napriek tomu však miera zadĺženosti domácností v eurozóne zostala pod úrovňou iných priemyselných krajín, napr. Spojených štátov, Veľkej Británie a Japonska. Okrem toho sa napriek zvýšeniu zadĺženosti

celková dlhová služba sektora domácností (pomer úrokov a splátok istiny k disponibilnému dôchodku) v podstate nezmenila. Vyššia záťaž úverových splátok spojená s rýchlou úverovou expanziou zaznamenanou v posledných rokoch bola v prostredí nízkych úrokových mier viacmenej kompenzovaná nižším podielom príjmov vynaložených na úrokové platby.



Napriek tomu nárast zadlženosti zvyšuje mieru vystavenia domácností zmenám úrokových mier, príjmu a cien aktív. Pri hodnotení týchto agregátnych údajov navyše treba brať do úvahy, že predstavujú priemer za celý sektor domácností v eurozóne a že pomer dlhovej služby za domácnosti, ktoré splácajú hypotéku, by bol vyšší. Výška úverových splátok sa okrem toho môže líšiť v jednotlivých krajinách eurozóny, ako aj v domácnostiach zaradených do rôznych príjmových kategórií. A nakoniec treba poukázať na určitú neistotu súvisiacu so skutočnosťou, že podiel existujúcich hypotekárnych úverov vystavených zmenám celkových úrokových podmienok závisí od konkrétnych aspektov zmlúv o hypotekárnych úveroch, ktoré sa v rámci eurozóny podstatne líšia.

### REÁLNE NÁKLADY EXTERNÉHO FINANCOVANIA NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ SÚ NAĎALEJ NÍZKE

Celkové reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností, vyjadrené vážením rôznych zdrojov externého financovania na základe aktuálnych zostatkov (upravených o

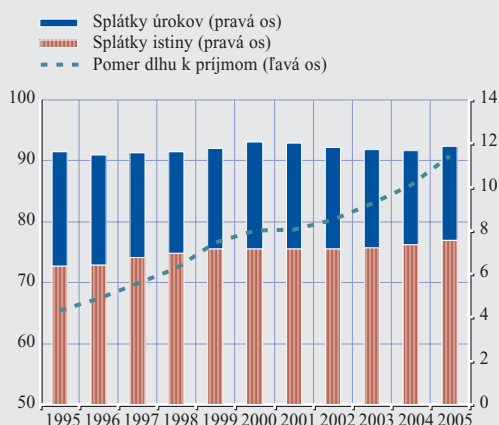
vplyvy ocenenia), boli v roku 2005 naďalej historicky nízke (graf 19).<sup>5</sup> Výrazný nárast v prípade dlhového financovania nefinančných spoločností bol spôsobený jeho veľmi nízkou cenou, zatiaľ čo emisia kótovaných akcií sa zvýšila len nevýrazne v druhej polovici roka.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky skutočných nákladov externého financovania, reálne sadzby úverov PFI pre nefinančné spoločnosti až do tretieho štvrťroka 2005 mierne klesali (graf 17). Príčinou bol ďalší pokles výnosov krátkodobých a strednodobých štátnych dlhopisov v prvej polovici roka. Nárast výnosov štátnych dlhopisov v druhej polovici roka sa len čiastočne prejavil na vývoji úverových sadzieb PFI. Vo štvrtom štvrťroku reálna cena bankových úverov zostala bez zmeny po miernom zvýšení v treťom štvrťroku. Nízka cena bankových úverov je celkovo odrazom priaznivého hodnotenia

5 Podrobnejší popis ukazovateľa reálnych nákladov na externé financovanie nefinančných spoločností eurozóny je v boxe 4 v Mesačnom bulletine ECB z marca 2005.

**Graf 18 Dlh domácností a ich zaťaženie dlhovou službou**

(v % disponibilných príjmov)

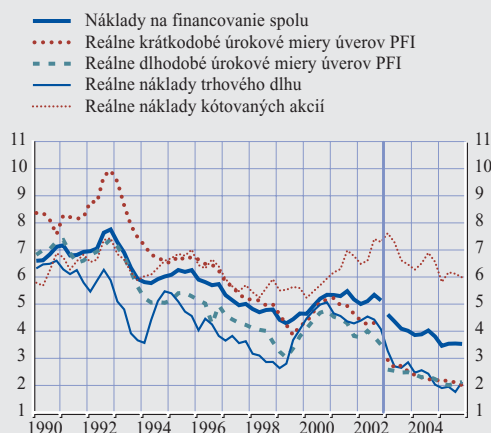


Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2005 sú odhadnuté.

**Graf 19 Reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností eurozóny**

(v % p. a.)



Zdroj: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch a prognóza Consensus Economics.

Poznámky: Reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností sa vypočítajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, dlhové cenné papiere a kótované akcie, založený na príslušných nesplatených objemoch a upravený o inflačné očakávania (box 4 v Mesačnom bulletine z marca 2005). Zavedenie harmonizovaných úrokových mier úverov PFI na začiatku roka 2003 viedlo k zlomu v štatistických radoch.



úverovej schopnosti nefinančných spoločností zo strany bánk. Naznačujú to aj výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne, z ktorých vyplýva, že štandardy úverovej schopnosti podnikov sa v roku 2005 celkovo znížili, resp. že zostali v podstate nezmenené.

Reálna cena trhového dlhu bola v roku 2005 v porovnaní s reálnou cenou bankových úverov volatilnejšia. Reálna cena trhového dlhu nefinančných spoločností sa z najnižšej úrovne v prvom štvrtroku 2005 do polovice druhého štvrtroka zvyšovala. Súviselo to so zvýšením spreadov podnikových dlhopisov, ktoré spôsobil predovšetkým sled udalostí týkajúcich sa konkrétnych firiem, a to predovšetkým v automobilovom priemysle. Neskôr reálna cena trhového dlhu až do tretieho štvrtroka klesala, najmä v dôsledku čiastočného zvrátenia rastu spreadov podnikových dlhopisov v druhom a treťom štvrtroku, ale v poslednom štvrtroku 2005 sa znova zvýšila. Hlavným dôvodom bolo zvýšenie trhových úrokových mier v druhej polovici roka a nárast spreadov podnikových dlhopisov v štvrtom štvrtroku 2005. Ku koncu roka 2005 bola reálna cena trhového dlhu o niečo vyššia ako v závere roka 2004, historicky však bola stále veľmi nízka.

V roku 2005 bola reálna cena kótovaných akcií nefinančných spoločností naďalej podstatne vyššia ako reálna cena dlhového financovania a pohybovala sa zhruba na úrovni priemeru od roka 1995. V prvej polovici roka sa reálna cena kótovaných akcií mierne zvýšila. Možným dôvodom je skutočnosť, že zisk nefinančných spoločností, ktorý prevýšil očakávania, sa v plnej miere nepremietol do cien na trhu akcií, resp. že sa zvýšila prémie za akciové riziko. Ku koncu roka však reálne náklady na akcie, najmä v dôsledku priaznivého vývoja na akciových trhoch opäť klesli na úroveň približne rovnakú ako na začiatku roka.

#### **DOPYT NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ PO EXTERNOM FINANCOVANÍ SA ZVÝŠIL**

Nefinančné spoločnosti v roku 2005 podstatne zvýšili svoj dopyt po externom financovaní. K tomuto vývoju dochádza v čase dobrej

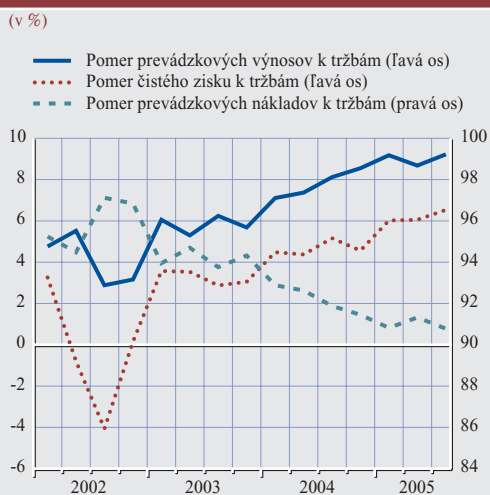
ziskovosti podnikov v roku 2005 (a s tým spojeného zlepšenia možností interného financovania) po výraznom náraste ziskovosti v rokoch 2003 a 2004, ktoré vyplýva z agregátnych finančných výkazov kótovaných nefinančných spoločností v eurozóne (graf 20).<sup>6</sup> Rozhodujúcim faktorom zvyšovania zisku bolo znižovanie prevádzkových nákladov vo vzťahu k objemu tržieb. Zatiaľ čo od februára do októbra 2005 sa očakávalo, že rast podnikových ziskov sa počas nadchádzajúceho dvanásťmesačného obdobia bude zrýchľovať, ku koncu roka 2005 už ukazovatele ziskovosti zostavované na základe vývoja na akciovom trhu naznačovali očakávania, že rast zisku veľkých kótovaných spoločností sa v najbližších dvanástich mesiacoch mierne spomalí. Očakávaná úroveň ziskovosti podnikov však zostala pomerne vysoká.

V priebehu roku 2005 sa reálna ročná miera rastu externého financovania nefinančných spoločností výrazne zvýšila z 1,3 % na konci roka 2004 na 2,8 % v štvrtom štvrtroku. Za týmto vývojom treba hľadať predovšetkým výrazný nárast podielu úverov, zatiaľ čo podiel dlhových cenných papierov a kótovaných akcií sa zvýšil len nevýrazne (graf 21).

Ročná miera rastu úverov PFI nefinančným spoločnostiam sa zvýšila z 5,4 % na konci roka 2004 na 8,0 % v decembri 2005. V prvej polovici roka bol tento nárast prevažne spôsobený vývojom krátkodobých úverov. V druhej polovici roka sa však výrazne zvýšila ročná miera rastu dlhodobých úverov. Zatiaľ čo krátkodobé úvery často plnia funkciu prevádzkového kapitálu, dlhodobé úvery spravidla súvisia skôr s podnikovými investíciami. Prieskum úverovej aktivity bánk z októbra 2005 a januára 2006 tento vývoj potvrdil a konštatoval, že fixné investície prispeli k zvýšeniu čistého dopytu podnikov po úveroch a úverových linkách. Ročná miera rastu tvorby hrubého fixného kapitálu sa navyše v druhom a treťom štvrtroku 2005 podstatne zvýšila. V tejto súvislosti je možné, že nefinančné

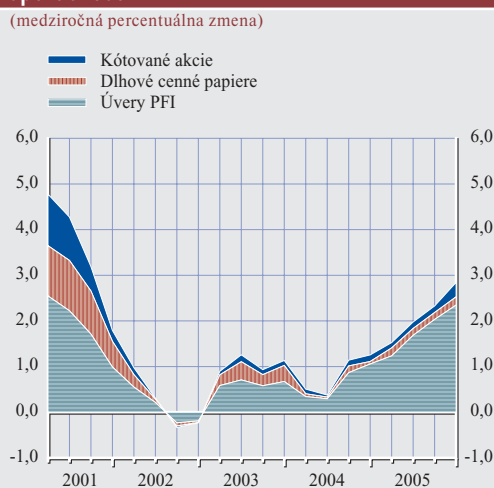
<sup>6</sup> Podrobnejšie informácie o metodike a dlhodobejšom vývoji sú v článku „Developments in corporate finance in the euro area“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2005.

**Graf 20 Ukazovatele ziskovosti kótovaných nefinančných spoločností eurozóny**



Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.  
 Poznámky: Výpočet sa zakladá na agregovaných štvrtročných finančných výkazoch kótovaných nefinančných spoločností v eurozóne. Vzorka bola očistená o extrémne hodnoty. V porovnaní s prevádzkovými výnosmi, ktoré sú definované ako tržby znížené o prevádzkové náklady, čistý zisk predstavuje prevádzkové a neprevádzkové výnosy po odpočítaní daní, odpisov a mimoriadnych položiek.

**Graf 21 Štruktúra reálnej ročnej miery rastu externého financovania nefinančných spoločností<sup>1)</sup>**



Zdroj: ECB.  
 1) Reálna ročná miera rastu je definovaná ako rozdiel medzi skutočnou ročnou mierou rastu a mierou rastu deflátoru HDP.

spoločnosti sa snažili využiť nízke náklady financovania a pomerne ústretové podmienky hodnotenia úverovej bonity na realizáciu podnikateľských výdavkov.

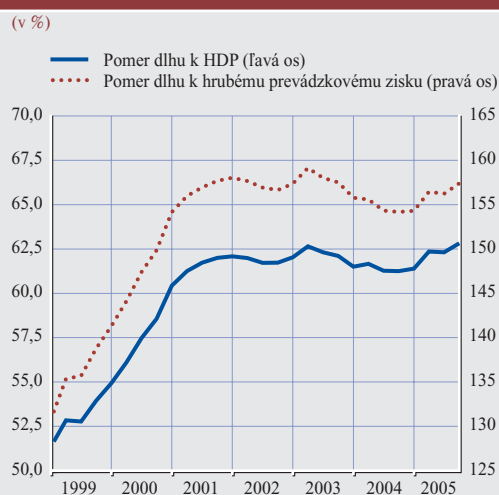
Údaje za obdobie do konca tretieho štvrťroka 2005 naznačujú, že na rozdiel od úverov PFI ročná zmena objemu úverov, ktoré nefinančným spoločnostiam poskytli inštitúcie nepatriace medzi PFI, zostala záporná. Zníženie stavu týchto úverov môže naďalej súvisieť so zmenami v daňovej legislatíve v jednej krajine eurozóny, ktoré do určitej miery podnietili nahrádzanie medzipodnikových úverov nekótovanými akciami.

Ročná miera rastu objemu dlhových cenných papierov vydaných nefinančnými spoločnosťami zostala počas celého roku 2005 nízka. Po oživení v prvom štvrťroku, ktoré čiastočne spôsobila intenzívnejšia aktivita v oblasti fúzií a akvizícií, sa ročná miera rastu v druhom a treťom štvrťroku znížila a zostala nízka aj v poslednom štvrťroku 2005. Jedným z možných vysvetlení všeobecne

relatívne nízkej aktivity v oblasti čistej emisie dlhových cenných papierov je nahrádzanie dlhových cenných papierov úvermi, resp. nárast ziskovosti veľkých kótovaných spoločností. Navyše, zatiaľ čo emisia pevne úročených dlhových cenných papierov bola v roku 2005 obmedzená, aktivita nefinančných spoločností v oblasti emisie dlhodobých dlhových cenných papierov s pohyblivou úrokovou sadzbou sa výrazne zvýšila. Okrem toho bol pre rok 2005 charakteristický vysoký objem splácania dlhových cenných papierov vydaných v období 1999 – 2001, t. j. v čase, keď trh s podnikovými dlhopismi v eurozóne zaznamenával prudký vzostup.

Ročná miera rastu kótovaných akcií vydávaných nefinančnými spoločnosťami sa v roku 2005 mierne zvýšila, ale celkovo zostala obmedzená. Jedným z dôvodov boli podstatne vyššie reálne náklady financovania prostredníctvom emisie akcií ako náklady na dlhové financovanie. Aktivita nefinančných spoločností v oblasti

**Graf 22 Pomer dlhu sektora nefinančných spoločností**



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámky: Hrubý prevádzkový zisk znamená hrubý prevádzkový zisk plus zmiešané príjmy za celú ekonomiku. Dlh je vykazovaný podľa štatistiky štvrtročných finančných účtov. Zahŕňa pôžičky, dlhové cenné papiere a rezervy penzijných fondov. V porovnaní s údajmi zostavenými podľa ročných finančných výkazov sú pomery dlhu vykazované na tomto mieste o niečo menšie, najmä z dôvodu začlenenia úverov poskytnutých bankami mimo eurozóny a vyšším pokrytím úverov poskytnutých nefinančnými sektormi do ročných finančných účtov. Posledný štvrtrok je odhadnutý.

emisie kótovaných akcií sa v druhom polroku mierne zvýšila.

Pokiaľ ide o vývoj súvahovej pozície nefinančných spoločností v eurozóne, nárast dopytu nefinančných spoločností po dlhovom financovaní v roku 2005 viedol k miernemu zvýšeniu koeficientu zadlženosti nefinančných spoločností, ktorý na konci štvrtého štvrtroka dosiahol 63 % HDP (graf 22). Jednou z možných interpretácií tejto skutočnosti je, že obdobie intenzívnej reštrukturalizácie bilancii nefinančných spoločností sa v roku 2005 skončilo. Zároveň je však pravdepodobné, že situácia na úrovni jednotlivých firiem sa podstatne líši.

Mierny nárast koeficientu zadlženosti treba vnímať vo vzťahu k zlepšenej ziskovosti nefinančných spoločností a naďalej historicky nízkym reálnym nákladom externého financovania. Okrem toho sa na nízkej úrovni udržali aj čisté úrokové splátky nefinančných

spoločností z ich úverov a vkladov v PFI (vyjadrené ako percento HDP).

Celkovo sa zdá, že súvahová pozícia nefinančných spoločností sa v roku 2005 aj napriek malému poklesu miery zadlženosti zlepšila, a to predovšetkým vďaka dobrým ziskom. Svedčí o tom aj celkovo priaznivý vývoj podmienok hodnotenia úverovej schopnosti podnikov, ktorý vyplýva tak z prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne, ako aj z vývoja úverového ratingu.

### 2.3. CENOVÝ VÝVOJ

Celková inflácia HICP dosiahla v roku 2005 priemernú úroveň 2,2 %, po 2,1 % v predchádzajúcich dvoch rokoch (tabuľka 1). Domáce inflačné tlaky podmieňujúce tento vývoj zostali v roku 2005 nízke, čiastočne v dôsledku pokračovania zmiernovania rastu miezd v súvislosti s tlmeným vývojom na trhu práce. Vyššie ceny ropy boli hlavným faktorom, ktorý vyvíjal tlak na zvyšovanie cien, najmä v druhej polovici roka. Prítomné boli však len obmedzené znaky prenášania predchádzajúcich zvýšení cien ropy do finálnych stupňov výrobného reťazca. Infláciu súčasne tlmili oneskorené účinky predchádzajúceho zhodnotenia eura a vplyv silnej globálnej konkurencie. Navyše príspevok čistých nepriamych daní a regulovaných cien k inflácii HICP bol v roku 2005 mierne nižší ako v roku 2004.

#### CELKOVÁ INFLÁCIA BOLA OVPLYVNENÁ NAJMÄ VÝVOJOM CIEN ROPY

Profil celkovej inflácie HICP v roku 2005 výrazne ovplyvnil vývoj jej energetickej zložky, keď sa výrazne zvýšili ceny ropy (graf 23). V porovnaní s rokom 2004 sa priemerná cena ropy Brent za barel v eurách zvýšila v roku 2005 približne o 45 %. Ročná miera rastu cien energií v dôsledku toho dosiahla v roku 2005 10,1 %, po 4,5 % v roku 2004. Príspevok cien energií k priemernej ročnej miere inflácie v roku 2005 bol najvyšší za päť rokov a dosiahol 0,8 percentuálneho bodu (graf 24).

**Tabuľka 1 Cenový vývoj**

(medziročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2005 Dec.	2006 Jan.
<b>HICP a jeho zložky</b>										
Celkový index	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Spracované potraviny	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Nespracované potraviny	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Priemyselné tovary bez energií	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Služby	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
<b>Ostatné cenové a nákladové ukazovatele</b>										
Ceny priemyselných výrobcov <sup>1)</sup>	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Ceny ropy (v EUR za barel) <sup>2)</sup>	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Ceny komodít <sup>3)</sup>	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Zdroj: Eurostat, Thomson Financial Datastream a Hamburgský inštitút pre medzinárodnú ekonomiku.

1) Okrem stavebníctva.

2) Zmes Brent (s dodávkou o jeden mesiac).

3) Bez energií, v EUR.

Celková inflácia zostala v prvom polroku 2005 blízko úrovne 2,0 %. V druhej polovici roka rástla vo veľkej miere v dôsledku vývoja cien ropy, v septembri dosiahla maximum 2,6 % a ku koncu 2005 poklesla na 2,2 %. Vplyv zvýšenia cien ropy na infláciu sa odrazil aj v revíziách inflačných očakávaní počas roka 2005. Napríklad inflačné očakávania na rok 2005 sa podľa prognostického prieskumu ECB „Survey of Professional Forecasters“ (SPF) zvýšili z 1,9 % v prvom štvrtroku na 2,2 % v poslednom štvrtroku 2005. Na rozdiel od toho sa dlhodobé inflačné očakávania podľa SPF v roku 2005 nezmenili a zostali na úrovni 1,9 %. Na zhruba rovnaký priebeh poukazovali aj iné prieskumové ukazovatele krátkodobých a dlhodobých inflačných očakávaní.

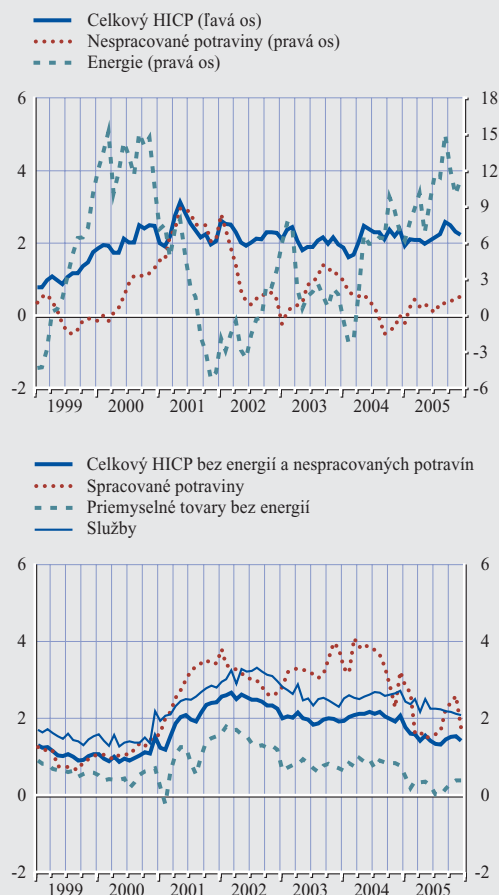
Menej volatilné zložky HICP hrali dôležitú úlohu pri odolávaní tlakom na zvyšovanie celkovej inflácie, ktoré vyplývali z cien ropy. Ročná miera rastu HICP bez energií a nespracovaných potravín sa po svojom klesaní v prvom polroku 2005 v druhej polovici roka ustálila. Ročná miera rastu HICP bez energií a nespracovaných potravín dosiahla v roku 2005 celkove 1,5 %, keď klesla z 2,1 % v roku 2004. Časť tohto poklesu je zdôvodnená nižším príspevkom čistých nepriamych daní a regulovaných cien k celkovej inflácii v roku 2005 vo výške

približne 0,4 percentuálneho bodu v porovnaní s 0,6 percentuálneho bodu v roku 2004.<sup>7</sup> Napríklad inflácia cien spracovaných potravín ťažila z priaznivých bazických efektov v prvom polroku 2005, ktoré boli odrazom zvýšenia daní z tabaku v niektorých krajinách v prvom polroku 2004. Tieto bazické efekty boli len čiastočne kompenzované zvýšením daní z tabaku v Nemecku v septembri 2005. Ročná miera zmeny cien spracovaných potravín bola v roku 2005 2,0 %, čo je výrazne pod úrovňou 3,4 % v roku 2004. Ročná miera zmeny cien priemyselných výrobkov bez energií tiež klesla z 0,8 % v roku 2004 na 0,3 % v roku 2005. Tento historicky veľmi nízky príspevok cien priemyselných tovarov bez energií môže byť prejavom vplyvu silnej vonkajšej konkurencie a oneskorených účinkov predchádzajúceho zhodnotenia eura na znižovanie cien. Napriek krátkodobej premenlivosti zapríčinennej niektorými volatilnými zložkami, akými sú dovolenkové pobyty cestovných kancelárií a dopravné služby, inflácia cien služieb klesla počas roka 2005 a bola na priemernej úrovni 2,3 % v roku 2005 v porovnaní s 2,6 % v roku 2004. V roku 2005

7 Podrobnejšie informácie o čiastkových zložkách HICP používaných na hodnotenie vplyvu vývoja nepriamych daní a regulovaných cien sú v boxe „The impact of developments in indirect taxes and administered prices on inflation“ v Mesačnom bulletinu ECB z januára 2004.

**Graf 23 Štruktúra inflácie HICP: hlavné zložky**

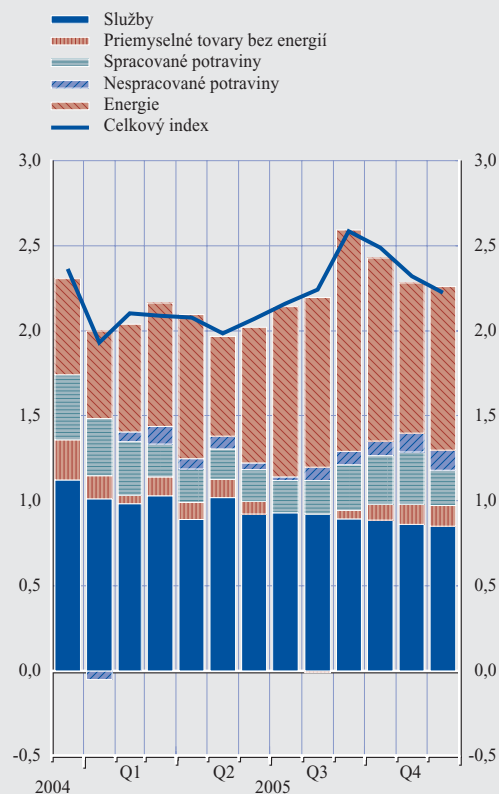
(medziročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

**Graf 24 Podiel hlavných zložiek na inflácii HICP**

(ročný príspevok v percentuálnych bodoch; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V dôsledku zaokrúhľovania súčet jednotlivých zložiek nemusí presne zodpovedať celkovému indexu.

bolo len málo signálov výrazných nepriamych vplyvov zvýšení cien energií.

Skutočnosť, že celková inflácia HICP bola v roku 2005 tesne nad úrovňou 2 % piaty rok po sebe poukazuje na význam analyzovania

určujúcich činiteľov pretrvávania inflácie. Box 4 prináša hlavný záver, ku ktorému dospela pracovná skupina Eurosystemu na analýzu pretrvávania inflácie a správania sa v oblasti tvorby cien v eurozóne (Inflation Persistence Network – IPN).

**SKUPINA NA ANALÝZU PRETRVÁVANIA INFLÁCIE A SPRÁVANIA SA V OBLASTI TVORBY CIEN V EUROZÓNE**

Skupina IPN bola vytvorená v roku 2003 a jej úlohou bolo analyzovať typické priebehy, určujúce činitele a dôsledky pretrvávania inflácie a správania sa v oblasti tvorby cien v eurozóne a jej členských krajinách. Pretrvávajúca inflácia znamená tendenciu inflácie len pomaly sa po šoku približovať k svojej dlhodobej hodnote. IPN ukončila svoju prácu v roku 2005.

IPN bola spoločným výskumným projektom všetkých centrálnych bánk Eurosystemu. Využila nezvyčajne rozsiahly súbor údajov s veľkým množstvom informácií o makroekonomických a sektorových veličinách a o správaní sa jednotlivých firiem v oblasti tvorby cien. Dostala k dispozícii individuálne záznamy o cenách z viacerých krajín eurozóny, ktoré sú podkladom na zostavovanie indexov spotrebiteľských cien a cien výrobcov. IPN uskutočnila aj prieskum správania sa v oblasti tvorby cien v deviatich krajinách. Celkovo tieto databázy predstavujú jedinečnú príležitosť pochopiť správanie sa tvorcov cien. Svojím rozsahom sú bezprecedentné dokonca aj v medzinárodnom meradle, nakoľko záber údajov, ktoré mala skupina IPN k dispozícii, je značne väčší ako v prípade iných ekonomík.

IPN prezentovala svoje predbežné výsledky na vedeckých konferenciách so zámerom získať včasnú spätnú väzbu od akademickej obce, ktorú by mohla zohľadniť vo svojej ďalšej práci. Počas roku 2005 sa uskutočnili prednášky na výročnom zasadaní American Economic Association vo Filadelfii a na výročnom kongrese European Economic Association v Amsterdame. Veľký počet výskumných prác bol uverejnený v rade Working Papers ECB a ďalšie sa uverejnia v nasledujúcich mesiacoch. Niektoré boli vydané alebo ich vydanie sa pripravuje v porovnávaných vedeckých časopisoch.

Pokiaľ ide o tvorbu cien dospela IPN k nasledujúcim základným poznatkom. Ceny v eurozóne sú dosť strnulé a menia sa v priemere len raz za rok.<sup>1</sup> Ak dôjde k cenovým zmenám, tieto majú sklon byť relatívne veľké, a to 8 – 10 % v maloobchodnom sektore a okolo 5 % v sektore výrobcov. Zaujímavé je, že zvýšenia a zníženia cien sú takmer rovnako početné a majú podobnú veľkosť, s markantnou výnimkou sektoru služieb, v ktorom sú bežné malé zvýšenia cien a zníženia sú veľmi zriedkavé. Jednotlivé sektory sú veľmi nerovnorodé, najmä v súvislosti s početnosťou cenových zmien. Početnosť, veľkosť a smer cenových zmien ďalej závisí od makroekonomických podmienok (napríklad miery inflácie) a od časových faktorov (napríklad sezónnosti) a reaguje na konkrétne udalosti (napríklad zmeny DPH).

Prieskumy ukázali, že väčšina firiem hodnotí ceny v pravidelných intervaloch, a tiež v reakcii na meniace sa hospodárske podmienky. Hodnotenia cien sú početnejšie ako ich zmeny, čo môže byť spôsobené buď tým, že z prieskumu vyplynie, že zmena cien nie je potrebná, alebo tým, že existujú faktory, ktoré zmene cien bránia, aj keď z prieskumu plynie, že by sa mali vykonať. Prieskumy skupiny IPN odhalili niektoré prekážky cenových zmien, pričom najdôležitejšími faktormi boli priame alebo nepriame zmluvy medzi firmami a ich zákazníkmi a strategické vzájomné vzťahy medzi firmami.

<sup>1</sup> To je oveľa zriedkavejšie ako cenové zmeny napríklad v Spojených štátoch. Podrobnejší prehľad týchto výsledkov je v článku „Price-setting behaviour in the euro area“ v Mesačnom bulletinne ECB z novembra 2005.

Ďalším kľúčovým zistením IPN je, že stupeň pretrvávania inflácie sa zvyšuje s úrovňou agregácie. Individuálne, alebo vo veľkej miere rozložené cenové rady sú v priemere oveľa menej pretrvávajúce ako agregované. Empirické odhady poukazujú na to, že stupeň pretrvávania inflácie je v súčasnom režime menovej politiky mierny; v odhadoch za dlhšie obdobia je však dôležité zohľadniť predchádzajúce náhodné zmeny priemernej úrovne inflácie. Aj pri takomto zohľadňovaní sú však tieto odhady naďalej spojené s pomerne vysokou mierou neistoty.

Výsledky IPN celkovo značne zlepšili poznatky o pretrvávanií inflácie a o správaní sa v oblasti tvorby cien v eurozóne. Majú významný vplyv a dôsledky na tvorbu modelov, keďže nové zistenia výrazne spochybnili viaceré z najviac používaných predpokladov v makroekonomických modeloch majúcich mikroekonomický základ. Pokiaľ ide o menovú politiku, výsledky vyzdvihujú, ako je dôležité, aby centrálné banky zabezpečili dôkladné ukotvenie inflačných očakávaní, nakoľko sa tým zníži pretrvávajúce inflácie, a teda sa uľahčí výkon menovej politiky.

#### **DYNAMICKÉ CENY NEHNUTEĽNOSTÍ NA BÝVANIE**

Ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne, ktoré nie sú zahrnuté do merania HICP, pokračovali v roku 2005 v raste a v prvej polovici roka 2005 sa zvýšili o 7,7 % (medziročne) v porovnaní so 7,0 % za rok 2004 (graf 25). Tento výrazný celkový rast však zakrýval rozdielny vývoj v jednotlivých krajinách. Dynamika zaznamenaná v poslednom období je vo veľkej miere odrazom trhov nehnuteľností na bývanie v Španielsku, Francúzsku a Taliansku, ktoré vykazujú vzostupné tempo, zatiaľ čo ceny nehnuteľností na bývanie v Nemecku trochu poklesli. Dostupné kvartálne údaje za druhý polrok 2005 naznačujú, že pokračovalo výrazné zvyšovanie cien v Španielsku a vo Francúzsku, hoci trochu miernejším tempom ako predtým.

#### **OBMEDZENÉ NEPRIAME EFEKTY VO FINÁLNYCH STUPŇOCH VÝROBNÉHO REŤAZCA**

Ročná miera rastu cien priemyselných výrobcov (bez stavebníctva) v eurozóne dosiahla v roku 2005 4,1 %, čo výrazne presahuje rast 2,3 % zaznamenaný v roku 2004 (graf 26). Toto zvýšenie bolo spôsobené najmä cenami energií, nakoľko ročná miera rastu cien priemyselných výrobcov bez energií (a stavebníctva) dosiahla v roku 2005 1,8 % v porovnaní s 2,0 % v roku 2004.

Táto celková stabilita ročnej miery rastu cien priemyselných výrobcov bez energií zakrýva

rozdielny vývoj na úrovni podsektorov. Ročná miera rastu cien investičných tovarov dosiahla v roku 2005 1,3 % v porovnaní s 0,7 % v roku 2004. Tieto tlaky na zvyšovanie cien boli čiastočne kompenzované výrazným spomalením cien medziproduktov, ktoré bolo sčasti odrazom vývoja cien surovín bez ropy a tiež oneskorených účinkov predchádzajúceho zhodnotenia eura. Ročná miera rastu cien medziproduktov klesla z 5,5 % v januári 2005 na 1,9 % v decembri 2005 a dosiahla v roku 2005 v priemere 2,9 % v porovnaní s 3,5 % v roku 2004.

Signálov o vzniku väčších cenových tlakov vo finálnych stupňoch výrobného reťazca však bolo málo. Ceny výrobcov spotrebného tovaru vzrástli z 1,3 % v roku 2004 o 1,1 % v roku 2005. Slabý spotrebiteľský dopyt, zvýšená zahraničná konkurencia a predošlé zhodnotenie eura mohli byť prekážkou pre to, aby firmy prenášali zvýšenie cien energií a v menšej miere medziproduktov do finálnych stupňov výroby.

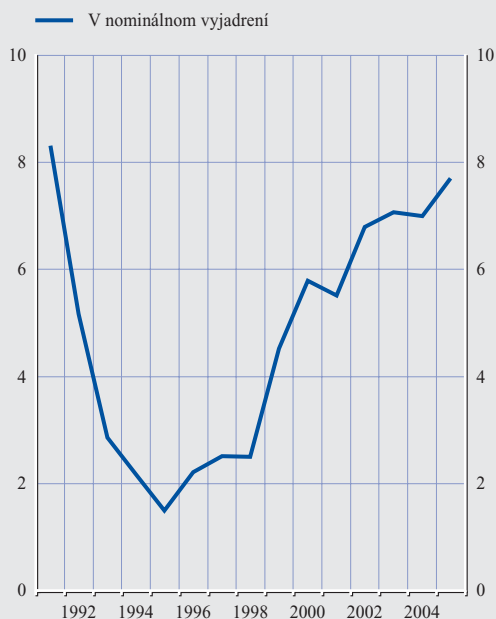
#### **MIERNY VÝVOJ MZDOVÝCH NÁKLADOV V ROKU 2005**

Rast odmeny na zamestnanca vykazoval v prvých troch štvrtrokoch 2005 pokles, s priemernou ročnou mierou rastu 1,5 % v porovnaní s 2,0 % v roku 2004 (tabuľka 2). Tento pokles bol vyvolaný najmä vývojom miezd v priemysle bez stavebníctva a v menšej miere v sektore služieb (graf 27). V sektore služieb bol však vývoj rozdielny. Zatiaľ čo rast odmeny na zamestnanca



**Graf 25 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie**

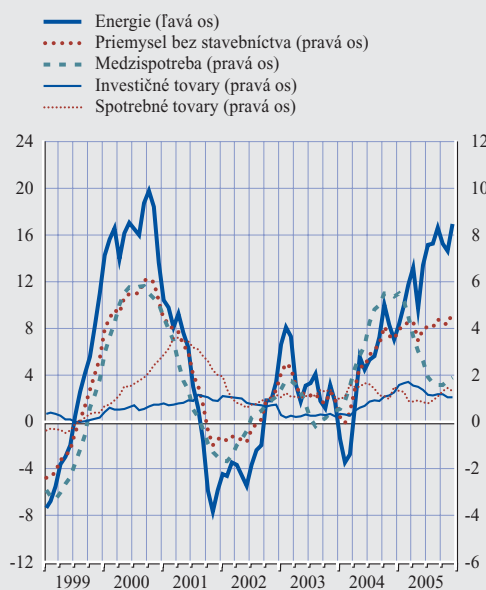
(medziročná percentuálna zmena; ročné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB založené na neharmonizovaných národných údajoch.  
Poznámka: Údaje za rok 2005 sa týkajú prvého polroka.

**Graf 26 Štruktúra cien priemyselných výrobcov**

(medziročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

v sektore trhovo orientovaných služieb sa v prvých troch štvrťrokoch 2005 zvýšil, pri priemernej miere rastu 1,8 % v porovnaní s 1,5 % v roku 2004, rast v sektore netrhovo orientovaných služieb sa výrazne znížil, pri priemernej miere ročného rastu 0,8 % v porovnaní s 2,1 % v roku 2004.

Ostatné ukazovatele nákladov práce tiež poukazujú na mierny rast miezd. Ročná miera rastu dojednaných miezd bola v roku 2005 2,1 %, bez zmeny v porovnaní s rokom 2004. Neoficiálne údaje o mzdových dojednaniach podpísaných v období do konca roku 2005 vo viacerých krajinách eurozóny nenaznačujú vznik sekundárnych účinkov vyšších cien ropy

**Tabuľka 2 Ukazovatele nákladov práce**

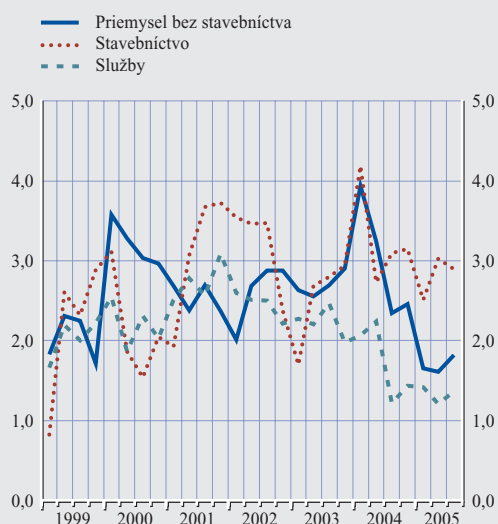
(medziročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Dojednané mzdy	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Celkové hodinové náklady práce	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Odmena na zamestnanca	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Memo položky</i>								
Produktivita práce	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Jednotkové náklady práce	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Zdroj: Eurostat, národné údaje a výpočty ECB.

**Graf 27 Odmena na zamestnanca podľa sektorov**

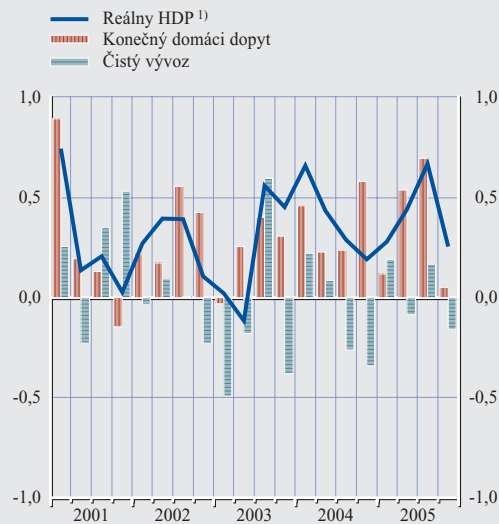
(medziročná percentuálna zmena; štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

**Graf 28 Príspevky k štvrťročnému rastu reálneho HDP**

(štvrťročné príspevky v percentuálnych bodoch; sezónne očistené)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku.

presahujúcich rámec mechanických efektov systémov indexácie miezd v krajinách, v ktorých sú zavedené. Vývoj miezd bol v roku 2005 naďalej tlmený, pri pokračujúcom miernom raste reálneho HDP a obmedzenom tlaku na trhoch práce eurozóny.

Napriek poklesu rastu miezd sa jednotkové náklady práce v roku 2005 nezmenili. Jednotkové náklady práce sa v prvých troch štvrťrokoch 2005 zvýšili v priemere o 0,9 %, tak ako v roku 2004. To bolo dôsledkom poklesu mier rastu produktivity, ktoré dosiahli v prvých troch štvrťrokoch 2005 v priemere 0,6 % v porovnaní s 1,1 % v roku 2004.

## 2.4. VÝVOJ PRODUKČIE, DOPYTU A TRHU PRÁCE

### POMALŠÍ HOSPODÁRSKY RAST V ROKU 2005

Rast reálneho HDP v eurozóne (čiastočne očistený o počet pracovných dní) bol v roku 2005 1,4 %, čo bolo pod úrovňou 1,8 % zaznamenanou v predchádzajúcom roku a pod

trendovou mierou rastu potenciálnej produkcie (tabuľka 3). Nižšia ako očakávaná úroveň za rok 2005, ktorá znamenala pokračovanie mierneho rastu hospodárskej aktivity zaznamenaného od polovice roka 2004, bola odrazom vysokých cien ropy, oneskorených účinkov zhodnotenia eura v roku 2004 a dočasného spomalenia globálneho dopytu v prvej polovici roka 2005.

Tempo hospodárskeho oživovania, ktoré sa po dlhšom období pomalého rastu od polovice roka 2001 do polovice roka 2003 začalo v treťom štvrťroku 2003, bolo v porovnaní s obdobiami oživenia zo začiatku 80. rokov a zo začiatku 90. rokov minulého storočia relatívne slabé. Zdôvodniť to možno viacerými faktormi. Po prvé, na rozdiel od predchádzajúcich oživení, súčasná fáza je poznačená veľmi veľkými zvýšeniami cien ropy a výrazným zhodnotením eura. Po druhé, potenciálny rast HDP v priebehu posledných rokov podľa predbežných údajov klesá, najmä v dôsledku nižšieho rastu produktivity práce. Po tretie, malo by sa zohľadniť tiež to, že spomalenie pred oživením bolo relatívne plytké.

**Tabuľka 3 Štruktúra rastu reálneho HDP**

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

	Ročná miera <sup>1)</sup>					Štvrťročná miera <sup>2)</sup>							
	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Reálny hrubý domáci produkt <i>z toho</i>	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
Domáci dopyt <sup>3)</sup>	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Súkromná spotreba	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Vládna spotreba	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Zmena zásob <sup>4)</sup>	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Čistý vývoz <sup>5)</sup>	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Vývoz <sup>5)</sup>	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Dovoz <sup>5)</sup>	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Reálna hrubá pridaná hodnota <i>z toho</i>													
Priemysel bez stavebníctva	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Stavebníctvo	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Výhradne trhové služby <sup>6)</sup>	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sú sezónne a čiastočne aj kalendárne očistené, keďže nie všetky krajiny eurozóny vykazujú štvrťročné rady národných účtov očistené o počet pracovných dní.

1) Percentuálna zmena oproti tomu istému obdobiu predchádzajúceho roka.

2) Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku.

3) Vyjadrený ako príspevok k rastu reálneho HDP v percentuálnych bodoch.

4) Vráťane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

5) Vývoz a dovoz tovarov a služieb vrátane cezhraničného obchodu v rámci eurozóny. Keďže údaje za vývoz a dovoz 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, obchodné činnosti, služby v oblasti nehnuteľností a prenájmu.

Nakoľko intenzita zotavenia zvyčajne závisí od hĺbky predchádzajúceho poklesu, nie je prekvapujúce, že súčasné oživenie je v určitej miere menej dynamické ako predchádzajúce oživenia.<sup>8</sup>

Spomalenie rastu ako celku možno v roku 2005 pripísať na vrub nižšieho príspevku zahraničnoobchodného sektora a vnútorného domáceho dopytu. Rast domáceho dopytu a vývozu bol v roku 2005 nižší ako sa očakávalo na konci roka 2004 (graf 28).

Pokiaľ ide o príspevok domáceho dopytu k rastu, bol rast súkromnej spotreby v roku 2005 naďalej tlmený (tabuľka 3). To bolo sčasti dôsledkom nízkych prírastkov reálneho disponibilného dôchodku, ktoré odrážali obmedzený rast nominálnych príjmov a rast cien energií. Tieto účinky neboli kompenzované nižšími úsporami domácností, možno z dôvodu,

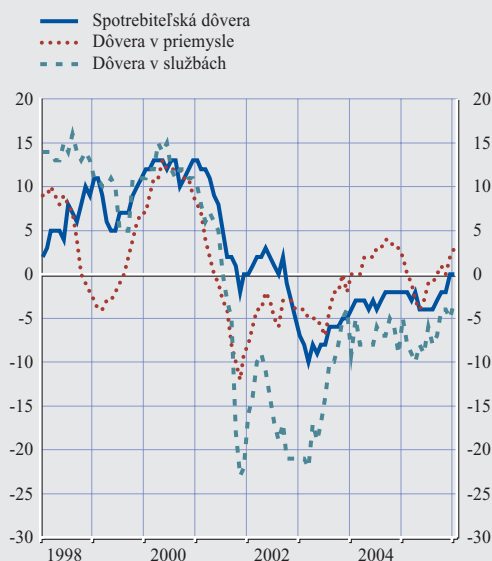
že očakávaná zamestnanosť zostali relatívne pesimistické. Úlohu mohli zohrať aj obavy ohľadom udržateľnosti systémov dôchodkového zabezpečenia a zdravotnej starostlivosti, spolu so skutočnosťou, že zárobkovo činných osôb s nižšími príjmami, ktoré majú vyšší hraničný sklon k spotrebe, sa mohol neprimerane dotknúť slabý rast príjmov a cenové šoky v oblasti základných tovarov a služieb. Spotrebiteľská dôvera zostala v roku 2005 tlmená, hoci ku koncu roka vykazovala príznaky zlepšenia (graf 29).

Rast investícií v prvej polovici roka 2005 bol výrazne nižší ako rast zaznamenaný v druhej polovici roka 2004. Toto spomalenie bolo spôsobené najmä nižším rastom investícií bez stavebníctva, čo ide zrejme najmä na vrub negatívneho vývoja v sektore dopravy.

<sup>8</sup> Box „The current euro area recovery from a historical perspective“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2005.

**Graf 29 Indikátory dôvery**

(rozdiel v percentách, sezónne očistené)



Zdroj: Prieskumy Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi.

Poznámka: Všetky údaje sú sezónne očistené. Údaje v grafe sú vypočítané ako odchýlky od priemeru za obdobie od januára 1985, čo sa týka dôvery medzi spotrebiteľmi a v priemysle, a od apríla 1995, čo sa týka dôvery v službách.

Tvorba hrubého fixného kapitálu však od polovice roka 2005 rástla výraznejším tempom. Medzi faktory podporujúce investície patrilo v roku 2005 zlepšenie efektívnosti podnikov, vysoké zisky spoločností, veľmi priaznivé podmienky financovania a rast globálneho dopytu.

Zo sektorového členenia hospodárskeho rastu v roku 2005 vidno, že k rastu pozitívne prispela pridaná hodnota v priemysle (bez stavebníctva), v stavebníctve a v sektore služieb. Rast pridanej hodnoty v sektore trhových služieb bol vyšší ako v roku 2004. V priemysle bez stavebníctva bol však nižší. Dôvera v priemysle a službách sa v prvej polovici roka 2005 zhoršila, hoci v druhej polovici sa zlepšila (graf 29). Význam sektora služieb sa v posledných desaťročiach výrazne zvýšil a očakáva sa, že príspevok tohto sektora k hospodárstvu eurozóny sa bude v nasledujúcich rokoch ďalej zvyšovať. V boxe 5 sa opisuje hospodársky rast eurozóny v sektorovom členení, s podrobnejšou analýzou vývoja v sektore služieb.

## Box 5

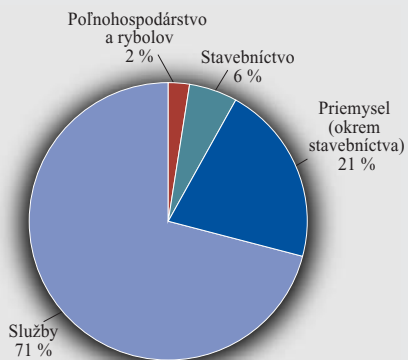
### ŠTRUKTÚRA HOSPODÁRSKEHO RASTU EUROZÓNY PODĽA SEKTOROV

Tento box prináša prehľad sektorovej štruktúry hospodárstva eurozóny a zmien v sektoroch v posledných rokoch. Analyzujú sa v ňom aj príspevky hlavných sektorov hospodárstva k rastu pridanej hodnoty v eurozóne a k volatilitě v posledných rokoch a vysvetľuje sa, či relatívna slabosť súčasného oživenia v porovnaní s predchádzajúcimi rozmachmi je spojená s vývojom v konkrétnych sektoroch.

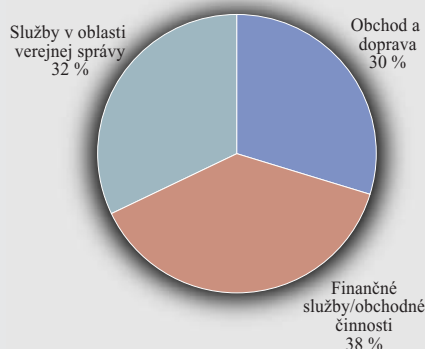
Členenie pridanej hodnoty podľa sektorov zdôrazňuje prvoradú úlohu sektora služieb v eurozóne (graf A). Sektor služieb s podielom 70 % predstavuje s predstihom najväčší hospodársky sektor eurozóny. Priemyselný sektor, ktorý zahŕňa najmä spracovateľský priemysel (ale aj odvetvia ťažby nerastných surovín a dodávky elektriny, plynu a vody), sa podieľa na pridanej hodnote eurozóny približne 20 %. Podiel stavebníctva je len 6 % a poľnohospodárstva 2 %.

Sektor služieb sa vo všeobecnosti ďalej člení na tri hlavné kategórie zhruba rovnakej veľkosti, a to obchod a doprava, finančné služby a služby podnikom a sektor, ktorý obsahuje najmä služby orientované na verejnú správu (graf B). Hoci toto členenie striktné nerozlišuje medzi súkromnými a verejnými službami, kategórie obchod a doprava a finančné služby a služby podnikom sa zvyčajne označujú ako sektory trhových služieb.

Graf A Štruktúra celkovej reálnej hrubej pridanej hodnoty<sup>1)</sup>



Graf B Štruktúra reálnej hrubej pridanej hodnoty v službách<sup>1)</sup>



Zdroj: Eurostat.

1) Váhy sa týkajú roka 2005.

Hospodárstvo eurozóny prešlo výraznými štrukturálnymi zmenami v súlade s trendom vývoja, ktorý bol vo všeobecnosti zaznamenaný vo vyspelých ekonomikách. Prejavilo sa to v skutočnosti, že dôležitosť sektora služieb sa výrazne zvýšila, zatiaľ čo podiel priemyselného sektora sa nepretržite znižoval. Od roku 1996 sa napríklad podiel sektora služieb na celkovej pridanej hodnote zvýšil o približne 3 percentuálne body, zatiaľ čo podiel priemyselného sektora sa znížil o 2 percentuálne body. Na raste podielu sektora služieb sa môžu podieľať viaceré faktory. Medzi ne patrí posun spotrebiteľského dopytu smerom k službám súvisiaci s rastom príjmov, liberalizácia sektora služieb a zvyšujúce sa zapojenie žien do trhu práce, čo znamená určitý posun domácností k väčšiemu využívaniu služieb.

Zmeny v podiele na pridanej hodnote, ktorý vykazujú jednotlivé sektory eurozóny, odrážajú výrazné rozdiely v dosiahnutej úrovni ich rastu. Rast v sektore služieb možno čiastočne vysvetliť tým, že firmy v priemyselnom sektore zabezpečovali niektoré činnosti dodávateľským spôsobom (outsourcing). Tento vývoj tiež posilňuje väzby medzi oboma sektormi. Z tabuľky vidno, že od začiatku 90. rokov minulého storočia sa reálna hrubá pridaná hodnota v eurozóne medzikvartálne zvyšovala v priemere o 0,5 %. Služby rástli rovnakým tempom, živene najmä rastom trhových služieb. Priemysel (bez stavebníctva) rástol v priemere o 0,3 %, zatiaľ čo stavebníctvo zaznamenalo najnižšiu mieru rastu na úrovni približne len 0,1 %. Služby boli z titulu svojho veľkostného podielu a vysokej výkonnosti hlavným sektorom prispievajúcim k zvyšovaniu pridanej hodnoty v eurozóne. Od polovice 90. rokov minulého storočia prispievali služby k rastu pridanej hodnoty eurozóny v priemere 0,4 percentuálnym bodom v porovnaní s priemerným príspevkom len 0,1 percentuálneho bodu, ktorý dosahoval priemyselný sektor.

Výrazné rozdiely medzi sektormi sa prejavujú aj z hľadiska volatility rastu pridanej hodnoty. Rast pridanej hodnoty v službách má oveľa nižšiu volatilitu ako v iných sektoroch (vyjadrené štandardnou odchýlkou). Sektor služieb však z dôvodu svojej veľkosti prispieva k volatilitě rastu pridanej hodnoty od polovice 90. rokov minulého storočia v priemere rovnakou mierou ako priemyselný sektor.

## Sektorová štruktúra reálnej hrubej pridanej hodnoty v eurozóne

(priemer za obdobie)

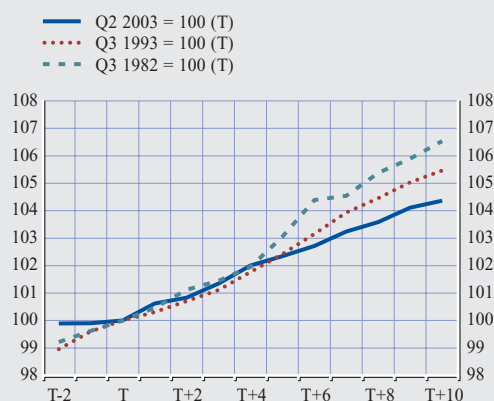
	Štvrťročný rast (v %) (1991 až 2005)	Štandardná odchýlka (štvrťročného rastu) (1991 až 2005)	Príspevky k štvrťročného rastu (v percentuálnych bodoch) (1996 až 2005)	Priemerné absolútne príspevky k zmenám štvrťročného rastu (v percentuálnych bodoch) (1996 až 2005)
Služby	0,5	0,3	0,4	0,2
Obchodné a dopravné služby	0,5	0,6	0,1	0,1
Finančné služby a obchodné činnosti	0,7	0,4	0,2	0,1
Služby v oblasti verejnej správy	0,4	0,3	0,1	0,0
Priemysel (bez stavebníctva)	0,3	1,0	0,1	0,2
Stavebníctvo	0,1	1,7	0,0	0,1
Poľnohospodárstvo	0,4	1,6	0,0	0,0
<b>Spolu</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-</b>

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Z hľadiska výrazných rozdielov priemerného rastu dosiahnutého v hlavných sektoroch eurozóny sa vynára otázka, akou mierou vývoj v jednotlivých sektoroch prispieval k relatívne slabému charakteru súčasného oživenia v historickej perspektíve. Oživenie, ktoré sa začalo v polovici roku 2003, stratilo na sile vo svojom druhom roku a opäť sa zintenzívnilo v treťom štvrťroku 2005. V grafoch C a D sa porovnáva vývoj v sektore služieb a priemyselnom sektore v období súčasného oživenia s vývojom počas predchádzajúcich dvoch rozmachov. Z grafov vidno, že relatívne slabý charakter oživenia v druhom roku nebol spôsobený slabším vývojom v niektorom konkrétnom sektore. Pribeh relatívnej výkonnosti v sektore priemyslu aj v sektore služieb fakticky kopíroval pribeh celkového HDP. V žiadnom z týchto dvoch sektorov sa v prvom roku súčasného oživenia neprejavili žiadne zreteľné odchýlky v porovnaní s priemerným vývojom v predchádzajúcich dvoch obdobiach oživenia. V druhom roku oživenia bol však rast pridanej hodnoty v oboch sektoroch v priemere slabší ako pri predchádzajúcich dvoch oživeniach. Grafy navyše demonštrujú

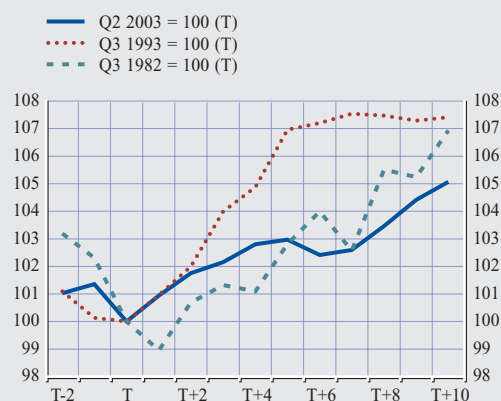
### Graf C Pridaná hodnota v sektore služieb eurozóny

(index: T = 100)



### Graf D Pridaná hodnota v sektore priemyslu eurozóny

(index: T = 100)



Zdroj: Výpočty ECB založené na údajoch Eurostatu.

Poznámka: Hospodárske oživenie sa začína v T+1, keď dno cyklu pripadá na štvrťrok T (podľa definície Euro area Business Cycle Dating Committee Centra pre výskum hospodárskej politiky (<http://www.cepr.org/data/Dating>)), s výnimkou posledného obdobia oživenia, ktoré bolo identifikované na základe štvrťročného rastu reálneho HDP.

podstatne volatilnejší charakter vývoja v priemyselnom sektore v porovnaní s vývojom v sektore služieb. Pod relatívne slabý rast v druhom roku tohto oživenia sa zrejme podpísali viaceré faktory vrátane nižšieho trendu rastu HDP, kurzových šokov eura a ropných šokov a neistôt ohľadom priebehu reforiem uskutočňovaných v niektorých ekonomikách eurozóny (box 5 „The current euro area recovery from a historical perspective“ v Mesačnom bulletin ECB z novembra 2005).

Zo sektorového členenia rastu pridanej hodnoty v eurozóne vyplýva dôležitosť sektora služieb. Sektor služieb je s predstihom najväčším hospodárskym sektorom eurozóny. Jeho význam výrazne vzrástol v posledných desaťročiach a tento proces bude s veľkou pravdepodobnosťou pokračovať; v súčasnosti prispieva k celkovej volatilitate rastu pridanej hodnoty rovnakou mierou ako sektor priemyslu. V súlade s tým sa na slabšom raste v druhom roku súčasného oživenia, t. j. od polovice roka 2004 do polovice roka 2005, v porovnaní s predchádzajúcimi oživeniami podieľali hlavné sektory eurozóny približne rovnakou mierou.

Rôzne rozptylové ukazovatele naznačujú, že divergencia mier rastu reálneho HDP v krajinách eurozóny zostala v roku 2005 zhruba nezmenená. Priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2005, ktorý bol sčasti odrazom spomalenia globálneho hospodárskeho rastu a svetového obchodu a zvýšenia cien ropy, poklesol alebo zostal prakticky nezmenený v porovnaní s predchádzajúcim rokom vo všetkých krajinách eurozóny s výnimkou Španielska, kde sa trochu zvýšil a zostal relatívne vysoký.

### POZITÍVNY VÝVOJ NA TRHU PRÁCE

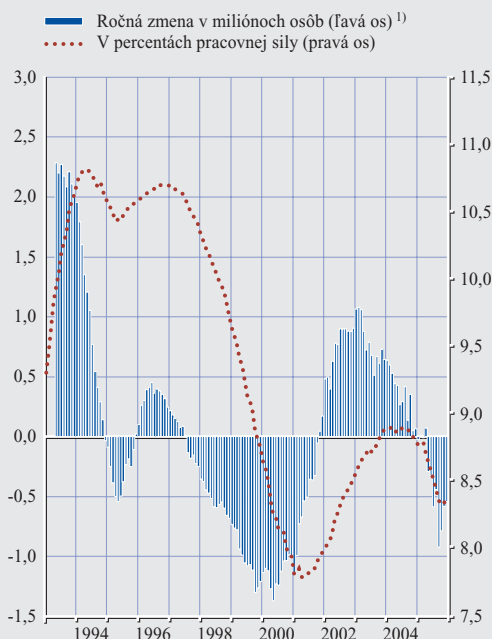
Zamestnanosť rástla počas celého roka podobným tempom ako v roku 2004 (tabuľka 4). Z hľadiska sektorov výrazne vzrástla zamestnanosť v sektore služieb a sektore stavebníctva, pričom naďalej klesala v priemysle (bez stavebníctva) a poľnohospodárstve. Aj indikátory prieskumov, týkajúce sa výhľadu zamestnanosti v sektore služieb a sektore priemyslu sa ku koncu roka výrazne zvýšili. Z hľadiska tlmenej hospodárskej aktivity v roku 2005 sa možno domnievať, že rozhodujúcu úlohu hrá vplyv nedávnych opatrení politiky trhu práce, ktoré podporujú prácu na čiastočný úväzok a samostatnú zárobkovú činnosť.

Miera nezamestnanosti v eurozóne v roku 2005 stále klesala a na konci roka dosiahla 8,3 % (graf 30). Miera nezamestnanosti osôb mladších ako 25 rokov výrazne klesla. Odhady NAIRU (non-accelerating inflation rate of

unemployment) sa po zvýšení od začiatku 70. rokov do polovice 90. rokov minulého storočia, ktoré bolo vo veľkej miere odrazom nepriaznivých šokov a inštitucionálnych rigidít

**Graf 30 Nezamestnanosť**

(mesačné údaje; sezónne očistené)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za všetky roky sa týkajú všetkých 12 krajín eurozóny.

1) Ročné zmeny nie sú sezónne očistené.



**Tabuľka 4 Vývoj na trhu práce**

(percentuálna zmena voči predchádzajúcemu obdobiu; v %)

	2003	2004	2005	2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Pracovná sila	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Zamestnanosť	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Poľnohospodárstvo <sup>1)</sup>	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Priemysel <sup>2)</sup>	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– Bez stavebníctva	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– Stavebníctvo	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Služby <sup>3)</sup>	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
<b>Miera nezamestnanosti<sup>4)</sup></b>													
Spolu	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Do 25 rokov	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 rokov a viac	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Zahŕňa tiež rybárstvo, poľovníctvo a lesníctvo.

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

3) Bez extrateritoriálnych orgánov a organizácií.

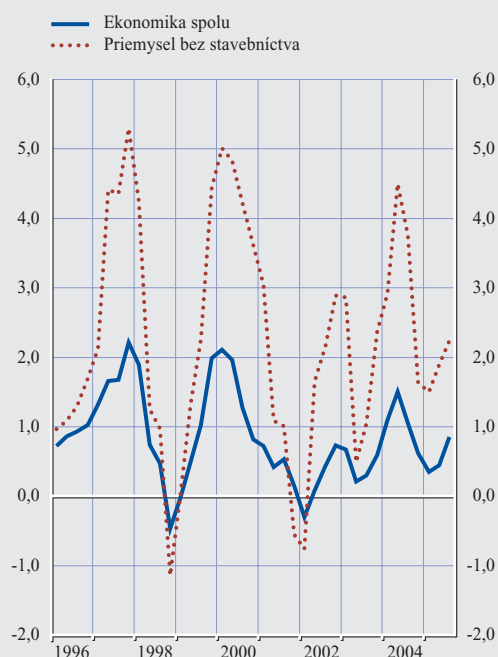
4) V percentách pracovnej sily podľa odporúčaní Medzinárodnej organizácie práce (ILO).

trhu práce vo väčšine krajín eurozóny, mierne znížili v poslednom desaťročí.<sup>9</sup> Toto zníženie možno pripísať predovšetkým vplyvu reforiem

trhu práce v niektorých krajinách eurozóny (podrobnejšie v boxe 6). Hoci viaceré krajiny dosiahli výrazný pokrok smerom k vyššej pružnosti svojich trhov práce, v mnohých z nich sú potrebné ambicióznejšie reformy. Len rozhodnejšia odhodlanosť k štrukturálnym reformám trhu práce umožní výrazné zníženie mier nezamestnanosti v nasledujúcich rokoch bez ohrozenia cenovej stability.

**Graf 31 Produktivita práce**

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

Rast produktivity práce zostal v roku 2005 utlmený (graf 31). Rast produktivity v priemyselnom sektore (bez stavebníctva) zostal nad úrovňou rastu produktivity za ekonomiku ako celok. Rast produktivity v eurozóne bol v posledných rokoch neuspokojivý. Poklesol z vyše 2 % v 90. rokoch minulého storočia na hodnotu mierne nad 1 % v poslednom období. Nižší rast produktivity v eurozóne čiastočne súvisel s vyššou zamestnanosťou, ale je odrazom aj nedostatočného využívania nových technológií zvyšujúcich produktivitu. Zo štruktúry rastu produktivity práce v posledných rokoch tiež vyplýva, že pri vysvetľovaní rastu produktivity práce hrá úlohu jej nižšia kvalita.<sup>10</sup> Predbežné empirické zistenia dávajú

9 Box „A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area“ v Mesačnom bulletinne ECB z augusta 2005.

10 G. Schwerdt a J. Turunen, „Growth in euro area labour quality“, ECB Working Paper č. 575, január 2006.

relatívne slabú dosiahnutú úroveň produktivity v krajinách eurozóny do súvisu s nedostatočnou hospodárskou súťažou a pracovnoprávnou legislatívou.<sup>11</sup> Čo sa týka očakávaného vývoja, znamená to, že politika v oblasti ľudského kapitálu by mala byť zameraná na zabezpečenie lepšieho vzdelávania a ďalšieho odborného rastu. Zreteľne je potrebná aj hospodárska politika,

ktorá stimuluje inovačné aktivity a podporuje využívanie nových technológií zvyšujúcich produktivitu.

11 G. Nicoletti a S. Scarpetta, „Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD“, OECD Economics Department Working Paper č. 460, november 2005.

## Box 6

### POKROK V ŠTRUKTURÁLNYCH REFORMÁCH TRHU PRÁCE, VÝROBKOV A SLUŽIEB EÚ

Zostrená hospodárska súťaž, prudké technologické zmeny a starnutie populácie znamenajú, že európske krajiny musia venovať pozornosť novým výzvam a premeniť ich na príležitosti. Pokiaľ ide o trhy práce, výrobkov a služieb, tieto výzvy zahŕňajú predovšetkým zvýšenie pružnosti trhu práce, zvýšenie kvalifikovanosti pracovnej sily, dokončenie jednotného trhu (vrátane trhu služieb), podporu inováciám a spevnenie podnikateľského prostredia. To vyžaduje štrukturálne reformy, ktoré zvýšia potenciál hospodárskeho rastu Európy, podporia tvorbu pracovných miest, uľahčia realizáciu potrebných zmien a zvýšia odolnosť voči šokom.

V reakcii na tieto výzvy sa na jarnom zasadaní Európskej rady v roku 2005 dohodlo, že Komisia, Rada a členské štáty by mali nanovo odštartovať lisabonskú stratégiu – ambiciózny program reforiem, ktorý bol zavedený v marci 2000 – s obnoveným zameraním na trvalo udržateľný rast a pracovné miesta.<sup>1</sup> V súvislosti s tým a po návrhoch Komisie boli na zasadaní Rady ECOFIN v roku 2005 prijaté „Integrované usmernenia pre rast a zamestnanosť“, ktoré obsahujú nové všeobecné usmernenie pre oblasť hospodárskej politiky a nové usmernenie pre zamestnanosť, a to na obdobie troch rokov (2005 – 2008). Tieto usmernenia v oblasti hospodárskej politiky a politiky zamestnanosti okrem iného požadujú, aby štrukturálne reformy zlepšili fungovanie trhov práce, výrobkov a služieb v EÚ. Na základe týchto integrovaných usmernení vypracovali členské štáty národné programy reforiem (NPR), v ktorých vymedzujú štrukturálne reformy na obdobie 2005 – 2008 (kapitola 4, časť 1). Komisia prijala v júli 2005 súbežný Lisabonský program Spoločenstva na doplnenie NPR opatreniami, ktoré je potrebné prijať na európskej úrovni.

Zlepšenie výkonnosti trhov práce je jednou z najdôležitejších priorít NPR. Doterajší pokrok pri zvyšovaní miery zamestnanosti a znižovaní mier nezamestnanosti je pomalý, keďže v EÚ je stále nezamestnaných 20 miliónov ľudí. Hoci členské štáty oznámili mnoho reformných opatrení na zlepšenie fungovania trhu práce, na splnenie cieľov zamestnanosti Lisabonskej stratégie sú podľa všetkého potrebné naliehavejšie opatrenia. Predovšetkým je potrebné zvýšiť mieru zapojenia a zamestnanosti pracujúcich žien, pracujúcich mladších ako 25 rokov a starších ako 55 rokov. V tejto situácii zamerali členské štáty svoju politiku trhu práce na ovplyvnenie ponuky práce v roku 2005 poskytnutím stimulov pre vstup väčšieho počtu ľudí na trh práce. Väčšina opatrení v oblasti politiky sa týkala daňového zaťaženia pracovnej sily, aktívnej politiky trhu práce,

1 Článok „The Lisbon strategy – five years on“ v Mesačnom bulletinu ECB z júla 2005.

nezamestnanosti a dávok sociálneho zabezpečenia. Väčšina opatrení prijatých v oblasti daňového zaťaženia pracovnej sily bola zameraná na zníženie daňového zaťaženia s úmyslom stimulovať zamestnanosť znížením nákladov práce. Pokiaľ ide o aktívnu politiku trhu práce, viaceré krajiny reštrukturalizovali svoje služby sprostredkovania práce. V oblasti nezamestnanosti a dávok sociálneho zabezpečenia boli prijaté rôzne opatrenia zamerané na špecifickejšie orientované intervencie, tvrdšiu kontrolu a prísnejšie podmienky akceptovateľnosti. Niektoré krajiny EÚ už ohlásili celkový pozitívny vplyv otvorenia hraníc migrujúcim pracovníkom z nových členských štátov na svoje trhy práce. Súčasne bolo spustených len málo reforiem v súvislosti s programami predčasného odchodu do dôchodku.

Európa tiež riskuje stratu pozície, ak sa nezlepší podnikateľská klíma z hľadiska hospodárskej súťaže a regulácie. Trhy tovaru, služieb a energie vrátane sieťových odvetví stále nie sú úplne otvorené hospodárskej súťaži. Proces zlepšovania regulácie na vnútroštátnej úrovni a na úrovni Spoločenstva postupne nabera tempo. Pokiaľ ide o služby, implementácia nariadenia o službách na vnútornom trhu bude predstavovať dôležitý krok smerom k dokončeniu vnútorného trhu. Na odstránenie prekážok vstupu a na zabezpečenie správneho fungovania trhov vrátane sieťových odvetví je však potrebných viac opatrení.

Reformy trhu práce, výrobkov a služieb je treba doplniť reformami na vytvorenie správnej klímy pre rozvoj poznatkovej oblasti a inovácií. Z hľadiska výdavkov na výskum a vývoj sa však EÚ nachádza na nízkych priečkach medzinárodných hodnotení. Tieto výdavky, vyjadrené podielom na HDP, viac alebo menej stagnujú od roku 2001 na úrovni približne 1,9 %. To je omnoho menej ako cieľ 3 % stanovený v Lisabonskom programe. Hoci mnohé členské štáty plánujú vo svojich NPR výrazne zvýšiť celkové výdavky na výskum a vývoj do roku 2010, v strednodobom až dlhodobom horizonte je však potrebné vynaložiť väčšie úsilie, najmä na podporu súkromných výdavkov na výskum a vývoj. Pokiaľ ide o vzdelávanie, táto oblasť vyžaduje väčší dôraz, aby sa zabezpečil taký vývoj v oblasti kvality pracovnej sily, ktorý by umožnil dosiahnutie cieľov Lisabonskej stratégie.

Celkovo možno konštatovať, že v roku 2005 sa zaznamenal určitý pokrok v oblasti štrukturálnych reforiem. Reformné opatrenia – iniciované v súvislosti s obnovenou Lisabonskou stratégiou, následne oznámené v Lisabonskom programe Spoločenstva a v národných programoch reforiem – sú ďalším vítaným krokom správnym smerom. Na základe týchto programov je v potrebné zvýšiť celkové tempo reforiem.

## 2.5. FIŠKÁLNY VÝVOJ

### ROZPOČTOVÝ VÝVOJ BOL V ROKU 2005 NEUSPOKOJIVÝ

Fiškálny vývoj v eurozóne zaznamenal v roku 2005 len veľmi malý pokrok smerom k zdravému stavu verejných financií. Podľa najnovších dostupných údajov z aktualizovaných programov stability členských štátov sa deficit eurozóny mierne znížil na 2,5 % HDP, čo nestačilo na to, aby sa predišlo ďalšiemu zvýšeniu priemerného pomeru dlhu k HDP (tabuľka 5). Odhadnutý rozpočtový výsledok za rok 2005 odrážal

určité fiškálne spevnenie v prostredí mierneho hospodárskeho rastu.

Viaceré krajiny nespĺnili na konci roku 2004 a v prvej polovici roka 2005 rozpočtové ciele stanovené vo svojich aktualizovaných programoch stability. Očakávané výsledky zaostávali za cieľovými hodnotami v priemere o 0,2 percentuálneho bodu HDP, sčasti v dôsledku nižšieho ako očakávaného hospodárskeho rastu, ale tiež z dôvodu nedostatočnej rozpočtovej konsolidácie a prekročenia výdavkov

**Tabuľka 5 Fiškálna pozícia krajín eurozóny**

(v % HDP)				
Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy				Údaje za rok 2005 podľa programov stability
	2002	2003	2004	
<b>Eurozóna</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Belgicko	0,0	0,1	0,0	0,0
Nemecko	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Grécko	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Španielsko	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Francúzsko	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Írsko	-0,6	0,2	1,4	0,3
Taliansko	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxembursko	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Holandsko	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Rakúsko	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugalsko	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Fínsko	4,3	2,5	2,1	1,8

Hrubý dlh verejnej správy				Údaje za rok 2005 podľa programov stability
	2002	2003	2004	
<b>Eurozóna</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>	<b>70,8</b>	<b>71,0</b>
Belgicko	105,8	100,4	96,2	94,3
Nemecko	61,2	64,8	66,4	67,5
Grécko	111,6	108,8	109,3	107,9
Španielsko	53,2	49,4	46,9	43,1
Francúzsko	58,8	63,2	65,1	65,8
Írsko	32,4	31,5	29,8	28,0
Taliansko	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxembursko	6,8	6,7	6,6	6,4
Holandsko	51,3	52,6	53,1	54,4
Rakúsko	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugalsko	56,1	57,7	59,4	65,5
Fínsko	42,3	45,2	45,1	42,7

Zdroj: Európska komisia (za roky 2002 – 2004), aktualizované programy stability na roky 2005 – 2006 (za rok 2005) a výpočty ECB.  
 Poznámka: Údaje vychádzajú z definície postupu pri nadmernom deficite. Rozpočtové saldá nezahŕňajú výnosy z predaja licencií UMTS.

v niektorých krajinách. Odhadovaná nedostatočná konsolidácia bola osobitne výrazná v niektorých z tých krajín, ktoré už vysoký deficit mali. Zhoršenie rozpočtových pozícií v roku 2005 sa prejavuje aj zvýšením počtu krajín, ktorých pomer deficitu prekročil referenčnú hodnotu 3 % HDP v porovnaní s aktualizovanými programami stability z roku 2004. Odhaduje sa, že referenčnú hodnotu deficitu prekročia štyri krajiny (t. j. Nemecko, Grécko, Taliansko a Portugalsko), hoci programy stability predpokladali, že túto úroveň prekročia len dve krajiny. S výnimkou Portugalska, kde sa zrealizovali výrazné dočasné opatrenia na udržanie deficitu pod úrovňou 3 % HDP, tieto krajiny dosahovali deficitu prevyšujúce referenčnú hodnotu po väčšiu časť obdobia od zavedenia eura v roku 1999. Očakáva

sa, že Nemecko v roku 2005 zaznamená pomer deficitu 3,3 % HDP, zatiaľ čo Francúzsko má dosiahnuť 3,0 %. Deficit Nemecka tak zostane nad úrovňou 3 % HDP štvrtý rok po sebe. Po zásadných štatistických revíziách v roku 2004 sa zistilo, že podľa metodiky ESA 95 deficitu Grécka prekračujú referenčnú hodnotu od roku 1997 a na rok 2005 sa očakáva deficit vo výške 4,3 % HDP. Aj Taliansko v roku 2005 výrazne prekročilo referenčnú hodnotu a očakáva sa, že jeho pomer deficitu bude 4,3 % HDP. V porovnaní s rokom 2004 Portugalsko prakticky zdvojnásobilo svoj deficit, keď po skončení rozsiahlych dočasných opatrení menovej politiky dosiahol deficit 6,0 % HDP.

Výsledok rozpočtového hospodárenia eurozóny ako celku ukázal, že nastavenie fiškálnej

politiky bolo mierne reštriktívne. Odhadovaný rast reálneho HDP bol nižší ako potenciálny, z čoho vyplýva, že konjunkturálny cyklus mal na vývoj rozpočtu negatívny dopad. Úrokové platby zostali stabilné, odrážajúc historicky nízke úrokové miery a priaznivé finančné prostredie.

Zatiaľ čo miera potrebnej konsolidácie sa v jednotlivých krajinách eurozóny veľmi líšila, keď sa odhadované rozpočtové saldá jednotlivých krajín, očistené o cyklické vplyvy, pohybovali v rozpätí od prebytku približne 2,5 % HDP po schodok približne 5 % HDP, štrukturálne zlepšenia pozície verejných financií v mnohých krajinách naďalej nedosahovali požadovanú úroveň. Dočasné opatrenia na zníženie deficitu a jednorazové efekty trocha zahmlievajú obraz – hoci menej ako v predchádzajúcich rokoch – a samozrejme nevedli k trvalým zlepšeniam. Za eurozónu ako celok sa odhaduje, že výdavky a príjmy verejnej správy vyjadrené percentuálnym podielom na HDP sa mierne zvýšili. Zníženia priamych daní a príspevkov sociálneho zabezpečenia v podstate neutralizovali ohraničenú mieru výdavkových obmedzení a zvýšenia nepriamych daní v roku 2005.

Očakáva sa, že pomer dlhu k HDP eurozóny sa v roku 2005 už tretí rok po sebe zvýšil a dosiahne 71,0 % HDP. Toto zvýšenie bolo vyvolané nízkym pomerom primárneho prebytku, skutočnosťou, že hospodársky rast bol nižší ako implicitná priemerná úroková miera dlhu verejnej správy, a v niektorých prípadoch úpravou stavu cenných papierov, ktorá viedla k zvýšeniu dlhu. Väčšina krajín eurozóny zaznamenala pomer dlhu nad referenčnou hodnotou 60 % HDP. V mnohých prípadoch pomer dlhu k HDP ďalej rástol. Taliansko, ktorého pomer dlhu sa odhaduje na 108,5 % HDP, malo najvyšší pomer v eurozóne. Pomer dlhu Grécka klesol v roku 2005 len okrajovo, pričom dlh zostal nad úrovňou 100 % HDP. Neočakáva sa, že ďalšie tri krajiny prekračujúce referenčnú hodnotu 60 % HDP (t. j. Nemecko, Francúzsko a Portugalsko) svoj pomer dlhu k HDP znížili. Hoci sa odhaduje, že Belgicko v roku 2005 znova dosiahlo vyrovnaný rozpočet, sčasti v dôsledku dočasných opatrení, znižovanie jeho pomeru dlhu sa značne spomalilo v dôsledku výrazných úprav deficit/dlh. Pokračujúce výrazné rozpočtové nerovnováhy a nepriaznivá dynamika vývoja dlhu v eurozóne sa odrazili aj v objeme emisií dlhových cenných papierov sektora verejnej správy (box 7).

#### Box 7

#### VÝVOJ EMISIE DLHOVÝCH CENNÝCH PAPIEROV SEKTORA VEREJNEJ SPRÁVY V EUROZÓNE

Emisia dlhových cenných papierov sektora verejnej správy bola v roku 2005 naďalej dynamická, keďže finančné potreby verejnej správy na financovanie svojich rozpočtových deficitov sa zvýšili. Do roku 1999, keď sa začala tretia etapa HMÚ, mala väčšina krajín len malé rozpočtové nerovnováhy, či dokonca prebytky, a úverové potreby týchto krajín boli preto nízke. Po roku 2000 sa však rozpočtové pozície začali zhoršovať, sčasti v dôsledku zhoršenia ekonomických

#### Tabuľka A Ročné miery rastu dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne

(v %, údaje z konca obdobia)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sektor verejnej správy spolu	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
<i>Dlhodobé</i>	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
S pevným úročením			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
S pohyblivým úročením			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
<i>Krátkodobé</i>	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Zdroj: ECB.

podmienok, a preto sa hrubá potreba úverov krajín eurozóny zvyšovala. Tento vývoj sa odzrkadlil vo zvýšení pomeru dlhu k HDP a v ročnej miere rastu emisie dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v eurozóne. Táto miera dosiahla za posledné štyri roky v priemere 4,5 % (tabuľka A).

Analýza štruktúry nesplatených dlhových cenných papierov sektora verejnej správy prezrádza, že emisiu dlhu verejnej správy realizuje najmä sektor ústrednej štátnej správy, ktorý sa v decembri 2005 podieľal na celkovom objeme nesplatených dlhových cenných papierov 93,8 %, a v prípade ostatných súčastí sektora verejnej správy to bolo zostávajúcich 6,2 %. Avšak aktivita ostatných súčastí sektora verejnej správy sa zvyšuje. Od roku 1998 do roku 2005 podiel dlhových cenných papierov emitovaných ústrednou štátnou správou stále klesal, zatiaľ čo podiel dlhových cenných papierov emitovaných ostatnými súčasťami sektora verejnej správy sa zdvojnásobil (tabuľka B).

Krajiny sa pri riadení svojho dlhu naďalej zameriavali na dlhodobú oblasť. Dôležitým faktorom, ktorý spôsobil, že emisia dlhodobých dlhových cenných papierov verejnou správou bola atraktívnejšia, bola nízka úroveň úrokových mier. Podiel dlhodobého dlhu na dlhových cenných papieroch predstavoval na konci roku 2005 92,3 %, zatiaľ čo podiel krátkodobých dlhových cenných papierov predstavoval len 7,7 %. To je tiež v súlade so zápornou mierou rastu krátkodobých dlhových cenných papierov zaznamenanou v roku 2005. Ročná miera rastu dlhodobých dlhových cenných papierov sa v roku 2005 mierne znížila, z 5,7 % v roku 2004 na 4,8 %.

Z tabuľky B vidno, že veľká väčšina dlhodobých dlhových cenných papierov sektora verejnej správy bola emitovaná s pevnou úrokovou sadzbou. V priebehu času sa podiel dlhodobých dlhových cenných papierov s pohyblivou úrokovou mierou podstatne znížil, z 11,9 % v roku 1998 na 7,9 % v decembri 2005. Základom tohto vývoja bolo postupné znižovanie časovej prémie zaznamenané ku koncu 90. rokov minulého storočia, ktorú v prostredí cenovej stability platili niektoré verejné správy za dlhodobé cenné papiere s pevnou úrokovou sadzbou. Podiel dlhových cenných papierov s pohyblivou úrokovou mierou sa však napriek tomu v roku 2005 mierne zvýšil, zo 7,7 % v roku 2004 na 7,9 %. Jedinou krajinou, v ktorej je podiel dlhových cenných papierov s pohyblivou úrokovou mierou výrazne vyšší ako priemer eurozóny je Taliansko (21 %), hoci tento podiel sa od roku 1998 výrazne znižuje. Miera rastu dlhodobých dlhových cenných

**Tabuľka B Štruktúra dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou v eurozóne**

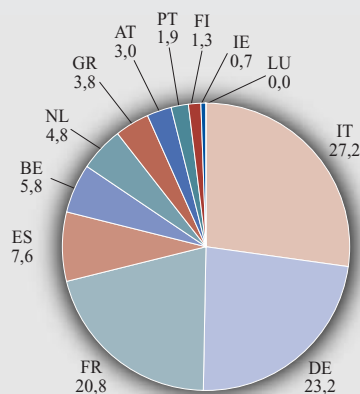
(v % celkového objemu dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou, údaje z konca obdobia)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ústredná štátna správa	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Dlhodobé cenné papiere</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Krátkodobé cenné papiere</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Ostatná verejná správa	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Dlhodobé cenné papiere</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Krátkodobé cenné papiere</i>	0,1	0,2	0,1	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	92,3
S pevným úročením	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
S pohyblivým úročením	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>Krátkodobé</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Verejná správa spolu v mld. EUR	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

Zdroj: ECB.

**Graf A Dlhové cenné papiere sektora verejnej správy v roku 2005 podľa krajiny emitenta**

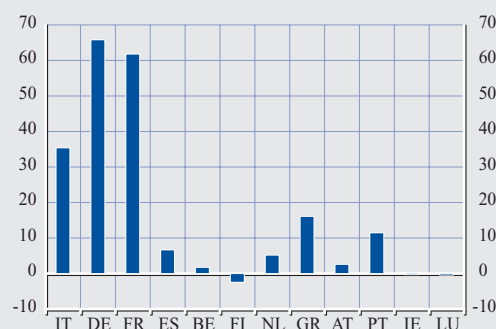
(v %, údaje z konca obdobia)



Zdroj: ECB.

**Graf B Čisté emisie dlhových cenných papierov sektora verejnej správy v roku 2005 podľa krajiny emitenta**

(v mld. EUR, priemer za obdobie)



Zdroj: ECB.

papierov s pohyblivou úrokovou mierou v eurozóne sa v roku 2005 zvýšila na 9,3 %, čo bolo odrazom vývoja emisie dlhových cenných papierov ostatných trhových segmentov, napríklad PFI (časť 2.2 tejto kapitoly). Toto zvýšenie môže súvisieť so skutočnosťou, že na cenné papiere s pohyblivou úrokovou mierou mali pozitívny vplyv veľmi nízke úrovne krátkodobých úrokových mier (tabuľka A).

Posledné trendy v štruktúre financovania verejnej správy odrážajú v podstate skutočnosť, že národné stratégie riadenia dlhu využívajú výhody priaznivých podmienok na finančnom trhu, ktoré sú výsledkom väčšej orientácie hospodárskej politiky na stabilitu v poslednom desaťročí. Najviditeľnejším prínosom pre verejnosť je podstatne nižší podiel rozpočtových výdavkov verejnej správy na úhrady úrokov.

Z hľadiska celkového objemu nesplateného dlhu sektora verejnej správy bolo v decembri 2005 (graf A) s predstihom najväčším emitentom Taliansko, ktoré sa na celkovom objeme eurozóny podieľalo 27,2 %. Za ním nasleduje Nemecko s 23,2 % a Francúzsko s 20,8 %. Verejné správy týchto troch krajín sa na štátnom dlhu eurozóne podieľajú dvoma tretinami. Pri porovnaní úrovni čistej emisie v roku 2005 má najväčší objem Nemecko, a to 65,8 mld. EUR. Za ním nasleduje Francúzsko so 61,8 mld. EUR a Taliansko s 35,4 mld. EUR (graf B).

### PERSPEKTÍVA VEREJNÝCH FINANCIÍ V ROKU 2006

Najnovšie aktualizácie programov stability potvrdzujú, že ich ciele predstavujú pokrok v oblasti konsolidácie, ktorý je vo väčšine prípadov zhruba v súlade s revidovaným Paktom stability a rastu. Avšak podobne ako v predchádzajúcich rokoch nemajú mnohé verejné správy dostatočne konkrétne alebo dôveryhodné plány komplexného riešenia svojich rozpočtových schodkov. Vidno v nich určitú mieru zamýšľaného obmedzenia výdavkov, ale

očakáva sa, že toto bude neutralizované znížením daní, čo vyústi do klesania výdavkov sektora verejnej správy korešpondujúceho s klesaním jej príjmov. V dôsledku toho sa možno obávať, že väčšina krajín opäť vykoná príliš málo pre to, aby udržali rozpočtový deficit pod kontrolou, a že zostanú pozadu aj s komplexnými štrukturálnymi reformami. Na rok 2006 programy stability naznačujú mierny pokles priemerného podielu deficitu eurozóne o 0,2 percentuálneho bodu na 2,3 % HDP, pričom hospodársky rast bude



v blízkosti svojho potenciálu. Za týchto okolností by konjunkturálny cyklus mal neutrálny vplyv na fiškálny vývoj v roku 2006 a úrokové platby na úrovni eurozóny by sa mierne znížili. Priemerný pomer dlhu by mal zostať v podstate stabilný na úrovni 71 % HDP.

Z krajín s nadmerným deficitom má Grécko v pláne dostať svoj deficit pod hranicu 3 % v roku 2006, zatiaľ čo Nemecko a Taliansko plánujú tento stav dosiahnuť až v roku 2007 a Portugalsko by malo svoj nadmerný deficit upraviť v roku 2008. Zatiaľ čo tieto krajiny spolu s Francúzskom plánujú dosiahnuť, aby sa ich fiškálna pozícia dostala do zhody s ich strednodobými cieľmi iba po uplynutí časového horizontu svojich programov, všetky ostatné krajiny to chcú dosiahnuť najneskôr do konca roku 2008.

### **POTREBA STRATEGICKÉHO OBRATU ROZPOČTOVEJ POLITIKY**

Predchádzajúci a budúci vývoj v rozpočtovej oblasti, ktorý eviduje Európska komisia a ktorý popisujú aktualizované programy stability, prináša potrebu riešiť viaceré závažné problémy.

Po prvé, rozpočtovej konsolidácii by sa mala dať prioritna. Obavy vzbudzuje predovšetkým množstvo krajín so závažnou rozpočtovou nerovnováhou. Zlepšujúce sa vyhliadky hospodárskeho rastu dávajú krajinám dobrú príležitosť pokročiť smerom k náprave nadmerného deficitu a k dosiahnutiu zdravého stavu verejných financií. Zdá sa však, že bez dodatočných opatrení svoje záväzky v oblasti konsolidácie nemusí dodržať mnoho z nich. Tomu treba zabrániť, prinajmenšom s úmyslom obnoviť dôveryhodnosť revidovaného Paktu stability a rastu. Európsky rozpočtový rámec je dôležitým pilierom HMÚ, ktorý stabilizuje očakávania rozpočtovej disciplíny, a tým prispieva k rastu, stabilite a súdržnosti eurozóny.

Po druhé, revidovaný pakt kladie v súlade s ekonomickými dôvodmi veľký dôraz skôr na trvalú konsolidáciu rozpočtových sald ako na

jednorazové a dočasné opatrenia na zlepšenie rozpočtovej situácie. Bolo by preto veľmi vítané, ak by sa takéto opatrenia využívali menej, ako to predpokladajú niektoré vlády. Je zrejmé, že opatrenia dočasného charakteru môžu oddialiť konsolidačné úsilie potrebné na riešenie štrukturálnych rozpočtových problémov, ktorým čelí mnoho krajín eurozóny. Okrem toho krátkodobé prínosy takýchto opatrení môžu spôsobiť ďalšie zhoršenie v budúcnosti. To by mohlo viesť k väčšiemu fiškálnemu bremenu budúcich generácií.

Po tretie, väčšina krajín eurozóny potrebuje komplexnú stratégiu reforiem na podporu zamestnanosti a rastu. Tieto reformy musia zahŕňať úsilie o rozpočtovú konsolidáciu. Vzhľadom na to, že mnohé krajiny chcú ako súčasť tejto stratégie znížiť platné sadzby zdanenia pracovnej sily a kapitálových príjmov, rozhodujúcim činiteľom je kontrola verejných výdavkov. Štrukturálne reformy výdavkov sú rozhodujúcim aspektom zdravých verejných financií podporujúcich hospodársky rast. Aby sa podporili investície, rozvoj inovácií a zamestnanosť, musia sa výdavky vynakladať na produktívne ciele. Súčasne môže byť potrebné spevniť kontrolné mechanizmy s úmyslom zabrániť prečerpaniu výdavkov, ktoré často vedie k úprave cieľov rozpočtového deficitu. V mnohých prípadoch bude tiež dôležité skúmať záväzky verejnej správy, v úmysle zlepšiť kvalitu jej výdavkov. To umožní krajinám dosiahnuť zdravý stav financií, pri primeranom financovaní hlavných úloh verejného sektora.

### **2.6. VÝVOJ VÝMENNÝCH KURZOV A PLATOBNEJ BILANCIE**

#### **EURO SA V ROKU 2005 OSLABILO**

Po výraznom zhodnotení počas posledných troch mesiacov roku 2004 sa v prvej polovici roku 2005 euro oslabilo. Toto oslabenie malo relatívne široký základ, najvýraznejšie však bolo voči americkému doláru a viacerým ázijským menám, ktoré boli formálne alebo de facto naviazané na americký dolár. V ďalšom období euro vykompenzovalo svoje predchádzajúce

straty voči japonskému jenu, pričom výkyvy kurzov väčšiny ostatných mien voči euru boli relatívne mierne. V dôsledku toho sa nominálny efektívny kurz eura koncom roka 2005 stabilizoval na úrovni približne o 6 % nižšej ako na začiatku roka (graf 32).

Potom, ako nominálny efektívny kurz eura a jeho kurz voči doláru dosiahol na konci roka 2004 najvyššiu úroveň od zavedenia eura v roku 1999, začala táto mena strácať pôdu v prostredí meniaceho sa trhového vnímania síl vplyvujúcich na výmenné kurzy. V tom čase silneli signály, že v Spojených štátoch a Japonsku sa hospodárska aktivita zvyšuje, zatiaľ čo pociťovanie vyhliadok eurozóny bolo naďalej slabšie. Najmä v Spojených štátoch správy poukazujúce sa robustnú hospodársku aktivitu spolu s príznakmi rastúcich inflačných tlakov zjavne presmerovali pozornosť trhu od veľkého a pretrvávajúceho deficitu bežného účtu k očakávaniam vyšších úrokových mier v Spojených štátoch, čím podporili americkú menu. Od polovice februára do začiatku marca 2005 došlo v tomto procese len ku kratšej prestávke, keď sa mena Spojených štátov dostala pod dočasný tlak uprostred špekulácií o možnej diverzifikácii devízových rezerv niektorými centrálnymi bankami. Od polovice marca sa však nálada trhu voči americkému doláru zlepšila, zatiaľ čo voči euru začala byť negatívnejšia – a tento vývoj sa ďalej zostril po odmietnutí Zmluvy o Ústave pre Európu vo Francúzsku a Holandsku začiatkom júna. Široko rozložený pokles vonkajšej hodnoty eura od polovice marca do konca júla bol len čiastočne kompenzovaný jeho zhodnotením voči menám štyroch najväčších nových členských štátov EÚ. Dočasné zníženie globálnej ochoty vstupovať do rizík mohlo ovplyvniť investičné rozhodnutia v strednej a východnej Európe, najmä od polovice marca do začiatku júna, čo viedlo k relatívne široko rozloženému oslabeniu mien v tomto regióne.

V druhej polovici roka 2005 dominovali na devízových trhoch naďalej cyklické faktory, kým štrukturálne faktory zrejme zostali v pozadí. Dolár zrejme naďalej podporovalo najmä zvyšovanie úrokového diferenciálu

medzi Spojenými štátmi a ostatnými hlavnými ekonomikami. K tomu ďalej prispeli finančné toky korporácií Spojených štátov súvisiace so zákonom o investíciách v domovskej krajine (Homeland Investment Act)<sup>12</sup> a správy, že zahraničný dopyt po aktívach Spojených štátov si udržuje vzostupný charakter, čo zrejme utlmilo obavy trhu z financovania deficitu bežného účtu Spojených štátov. Príznaky zlepšenia podnikateľskej klímy eurozóny však neutralizovali silu dolára, a z tohto dôvodu od júla do konca decembra 2005 pokleslo euro voči doláru len mierne. Zlepšenie výhľadu japonského hospodárstva zjavne nestačilo na to, aby zvrátilo vplyv vyšších cien ropy a zväčšujúceho sa výnosového diferenciálu medzi Japonskom a inými hlavnými ekonomikami na oslabovanie japonského jenu. V dôsledku toho japonský jen zaznamenal v druhej polovici roka 2005 široko rozložené oslabenie. Čína opustila 21. júla naviazanie na americký dolár a prešla na režim riadeného pohyblivého výmenného kurzu napojeného na menový kôš. Túto zmenu bolo najviac cítiť v Ázii a podľa všetkého nemala priamy trvalý vplyv na výmenný kurz eura.

Dňa 30. decembra 2005 dosiahol kurz eura 1,20 USD. Bolo to približne o 11 % menej ako na začiatku roka. V roku 2005 sa euro oslabilo aj voči anglickej libe (o 3,9 %), nórskemu korune (o 2,5 %) a austrálskemu doláru a kanadskému doláru (o 7,0 %, resp. 14,4 %). Oslabilo sa aj voči niektorým menám nových členských štátov, a to voči poľskému zlotému (o 5,4 %) a českej korune (o 4,7 %). V tom istom období sa kurz eura voči japonskému jenu a švajčiarskemu franku takmer nezmenil.

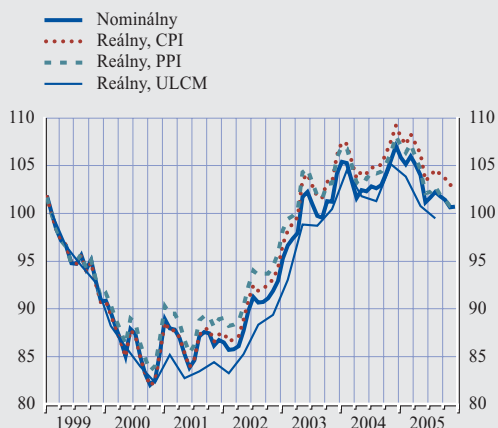
Oslabenie eura voči uvedeným menám bolo len čiastočne vyvážené jeho miernym zhodnotením voči maďarskému forintu a výraznejším zhodnotením voči švédskemu korune (o 5,1 %).

V januári 2006 sa euro zotavilo voči väčšine hlavných mien, ale vo februári kleslo. Počas

<sup>12</sup> Zákon o investíciách v domovskej krajine umožňuje spoločnostiam Spojených štátov v nasledujúcich rozpočtových rokoch repatriovať zisky uložené v centrách „off-shore“ s výhodnou daňovou sadzbou.

**Graf 32 Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura<sup>1)</sup>**

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

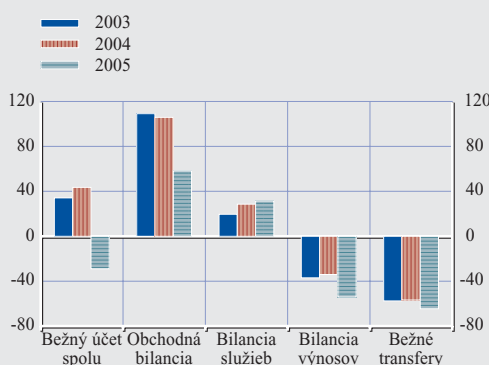


Zdroj: ECB.

1) Pohyb indexov EER-23 nahor znamená zhodnotenie eura. Posledné mesačné údaje sú z decembra 2005. V prípade reálneho EER-23 založeného na ULCM sú posledné údaje z Q3 2005 a sú čiastočne odhadnuté.

**Graf 33 Bežný účet a jeho zložky**

(v mld. EUR, sezónne očistené údaje)



Zdroj: ECB.

prvých dvoch mesiacov roku 2006 bol vývoj výmenných kurzov eura zrejme ovplyvňovaný najmä trhovými očakávaniami budúceho smerovania menovej politiky, najmä v eurozóne, Spojených štátoch a Japonsku. Dňa 24. februára 2006 bol nominálny efektívny kurz eura o 0,3 % nižší ako na začiatku roka.

Aj reálny efektívny výmenný kurz eura – založený na rôznych nákladových a cenových indexoch – v roku 2005 klesol súbežne so znížením nominálneho efektívneho výmenného kurzu (graf 32). V štvrtom štvrtroku 2005 bol index reálneho efektívneho výmenného kurzu eura mierne vyšší ako jeho úroveň zaznamenaná v prvom štvrtroku 1999 a blížil sa k svojmu priemeru za obdobie posledných desiatich rokov.

#### **SALDO BEŽNÉHO ÚČTU SA V ROKU 2005 ZNÍŽILO, NAJMÄ V DÔSLEDKU VYŠŠÍCH NÁKLADOV NA DOVOZ ROPY**

V roku 2005 zaznamenal bežný účet eurozóny deficit 29,0 mld. EUR (t. j. 0,4 % HDP) v porovnaní s prebytkom vo výške 43,5 mld. EUR v roku 2004 (0,6 % HDP). Tento pokles bol

vo veľkej miere dôsledkom zhoršenia prebytku obchodnej bilancie a v menšej miere zvýšenia deficitu bilancie výnosov, kým saldá bilancie služieb a bežných transferov zostali v podstate nezmenené (graf 33).

Geografická štruktúra bežného účtu eurozóny, ktorá je k dispozícii do tretieho štvrtroka roku 2005 odhaľuje, že výrazné zníženie kumulovaného prebytku bežného účtu za 12-mesačné obdobie končiacie sa v septembri 2005 bolo spôsobené najmä zvýšením deficitov v obchode s ropou s krajinami vyvážajúcimi ropu. Počas rovnakého obdobia zostal prebytok so Spojenými štátmi zhruba nezmenený (na úrovni približne 41 mld. EUR), kým prebytok s ostatnými krajinami v EÚ sa zvýšil o 14 mld. EUR, najmä v dôsledku zvýšeniu prebytku so Spojeným kráľovstvom.

V roku 2005 sa prebytok obchodnej bilancie znížil o 47,6 mld. EUR, keď objemy dovozu rástli rýchlejšie ako objemy vývozu. Objemy vyváženého tovaru sa zvyšovali približne rovnakým tempom ako v roku 2004, kým rast objemov dovážaných tovarov sa mierne zrýchlil.

Deficit bilancie výnosov sa prudko zvýšil, najmä ku koncu roka, odrážajúc väčšie zvýšenie platieb do eurozóny.

Vývoj tovarového obchodu možno lepšie pochopiť s pomocou zahraničnoobchodnej štatistiky Eurostatu, ktorá člení vývoz a dovoz do krajín mimo eurozóny podľa cien a objemov (štatistiky sú dostupné do novembra 2005). Na strane dovozu bolo výrazné zvýšenie hodnoty dovážaných tovarov v roku 2005 zväčša spôsobené vysokým rastom hodnoty dovážaných energetických produktov, čo odrážalo najmä zvýšené ceny ropy. Okrem toho sa najmä v druhej polovici roka 2005 zvyšoval objem dovozu. Po vyrovnanej situácii v prvej časti roka 2005 objem dovozu akceleroval v dôsledku zvýšenia celkového výsledného dopytu eurozóny, najmä v dovozne náročných výdavkových kategóriách, akými sú investície a vývoz.

Pokiaľ ide o vývoz prispeli k rastu hodnoty vyvážených tovarov v roku 2005 vývozné ceny aj vyvážené objemy. Rast vývozných cien bol sčasti

spôsobený zvýšenými nákladmi súvisiacimi s vyššími cenami ropy. V priebehu roka objemy tovarov vyvážených z eurozóny akcelerovali, najmä v dôsledku vývoja zahraničného dopytu eurozóny. Rast zahraničného dopytu eurozóny sa po slabých výsledkoch v prvom štvrtroku výrazne zvýšil v priebehu zvyšku roka, hoci menej prudko ako v predchádzajúcom roku. Rýchlo rástol najmä vývoz do Ázie (osobitne do Číny) a nových členských štátov EÚ, čo bolo odrazom silnej hospodárskej aktivity v týchto regiónoch v roku 2005. Na vývoz z eurozóny malo kladný vplyv aj „recyklovanie“ ropných príjmov krajinami vyvážajúcimi ropu (box 8). Z produktového hľadiska sa najvýraznejší rast zaznamenal v oblasti vývozu investičných tovarov, zatiaľ čo vývoz spotrebných tovarov zostal utlmenejší. Pokiaľ ide o cenovú konkurencieschopnosť, negatívny vplyv na vyvážené objemy mali na začiatku roka oneskorené účinky zhodnotenia eura. Avšak jeho následné oslabovanie zrejme prispelo k tomu, že objem vývozu prekročil v druhom a treťom štvrtroku 2005 tempo rastu zahraničného dopytu.

#### Box 8

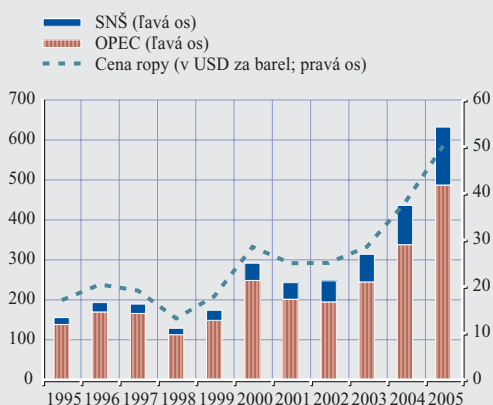
##### „RECYKLOVANIE“ ROPNÝCH PRÍJMOV A JEHO VPLYV

Od roku 2002 zvýšené ceny ropy a jej rastúca ťažba prinášali krajinám vyvážajúcim ropu podstatne vyššie príjmy z jej vývozu. Tento box sa zameriava na vývozné príjmy Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC) a Spoločenstva nezávislých štátov (SNŠ), ktoré sa na medzinárodnom obchode s ropou podieľajú približne 70 %. Príjmy krajín OPEC a SNŠ spolu sa podľa odhadu zvýšili z 250 mld. USD v roku 2002 na približne 630 mld. USD v roku 2005 (graf A). Box skúma spätné účinky zvýšených ropných príjmov („recyklovanie ropných príjmov“) a najmä dva hlavné kanály – medzinárodné finančné trhy a zahraničný obchod – cez ktoré sa príjmy z vývozu ropy prevádzajú do krajín dovážajúcich ropu.

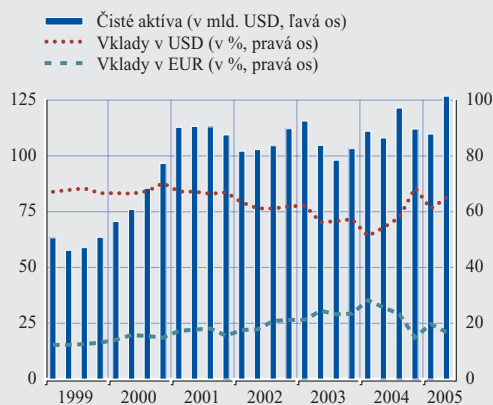
Možným scenárom prerozdelenia bohatstva na obdobie po perióde trvalo vysokých cien ropy je, že krajiny vyvážajúce ropu zvýšia svoje vklady v medzinárodných bankách, resp. nakúpia zahraničné kapitálové a dlhové nástroje. V minulosti, a najmä v dôsledku druhého ropného šoku začiatkom 80. rokov, krajiny OPEC investovali hlavne do aktív v Spojených štátoch a na ich trhoch a svoje bankové vklady mali takmer výhradne v amerických dolároch. Podobne zvýšenie cien ropy od polovice roka 1998 do konca roka 2000 bolo sprevádzané, s malým oneskorením, s takmer zdvojnásobením objemu čistých aktív OPEC, držaných v medzinárodných bankách – čo je vyjadrením čistého prevodu prostriedkov OPEC do depozitov v týchto bankách. Toto však nebol prípad posledného obdobia rastúcich cien ropy, keď podiel aktív OPEC držaných

**Graf A Príjmy z vývozu ropy**

(v mld. USD, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: International Energy Agency a odhady ECB.

**Graf B Čisté aktíva OPEC a menová štruktúra**Zdroj: BIS a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2005.

vo vykazujúcich bankách BIS zostal od prvého štvrťroku 2001 v podstate rovnaký (graf B)<sup>1</sup>. Typické priebehy investovania, ktoré možno vysledovať na základe bilančných pozícií bánk, však nemusia poskytovať ucelený obraz. A naozaj, keď skúmame cezhraničné kapitálové toky, americké ministerstvo financií oznámilo, že v období od januára 2001 do septembra 2005 sa objem štátnych dlhopisov Spojených štátov v držbe krajín OPEC zvýšil o 92 % (z 28,5 mld. USD na 54,6 mld. USD). Navyše mohli byť príjmy z vývozu ropy presmerované do štátnych dlhopisov Spojených štátov aj prostredníctvom trhov „off-shore“.

V menovej štruktúre aktív krajín vyvážajúcich ropu sú viditeľné určité zmeny. Ekonomiky OPEC postupne zvyšovali svoj podiel vkladov v eurách z 12 % na začiatku roku 1999 na vyše 28 % na konci prvého štvrťroku 2004, čo bolo spojené s trvalým poklesom podielu vkladov v amerických dolároch. Od roku 2004 však ekonomiky OPEC postupne vracali svoje vklady naspäť do amerických dolárov, napriek relatívne vysokému zhodnoteniu eura počas uvedeného roka. Tým sa podiel vkladov v amerických dolároch zvýšil z najnižšej úrovne 51 % na konci prvého štvrťroku 2004 na 65 % v druhom štvrťroku 2005. Tento vývoj prebiehal súčasne s podobným poklesom (z hľadiska objemu) podielu vkladov denominovaných v eurách, ktorý bol v druhom štvrťroku 2005 17 %.

Čisté aktíva v držbe Ruska, najväčšieho producenta ropy v SNŠ a najväčšieho svetového vývozcu tejto suroviny okrem krajín OPEC, sa v období posledných zvýšení cien ropy značne zvýšili a zmenila sa aj ich menová štruktúra (graf C). Rusko je od roku 2002 čistým veriteľom vykazujúcich bánk BIS, pričom podiel aktív v eurách sa od polovice roka 2002 do druhého štvrťroka 2005 viac ako strojnásobil, keď sa zvýšil z 11 % na 36 %. Tento prudký nárast počas posledných troch rokov je v určitej miere aj odrazom silného zhodnotenia eura voči americkému doláru v uvedenom období a zvyšujúceho sa využívania eura ako rezervnej meny ruskými menovými orgánmi. Ako sa ešte vysvetlí, tento posun smerom k vyrovnejším portfóliám vkladov z hľadiska ich

<sup>1</sup> BIS Quarterly Review z decembra 2005, s. 25 - 27. Čisté aktíva predstavujú rozdiel medzi aktívami a pasívami OPEC voči vykazujúcim bankám BIS a sú vyjadrením čistého objemu finančných prostriedkov prevedených do medzinárodného bankového systému.

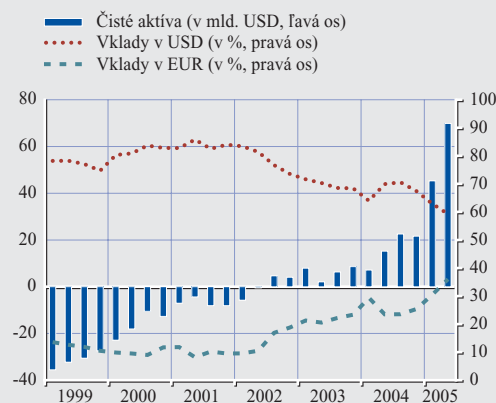
menového zloženia môže signalizovať želanie producentov ropy chrániť svoju kúpnu silu, keď sa ich dovozy presúvajú od Spojených štátov smerom k Európe a iným krajinám.

Medzinárodný obchod predstavuje druhý možný kanál pre „recyklovanie“ zvýšených ropných príjmov. Počas prvého a druhého ropného šoku v 70. rokoch minulého storočia príjmy krajín OPEC z vývozu ropy trvalo a v relatívne veľkej miere prevyšovali ich celkový dovoz, čo viedlo k „ropným obchodným prebytkom“. Tieto prebytky sa v polovici 80. rokov zmenili na malé deficity, keď cena ropy prudko klesla na približne 15 USD za barel. Veľký prebytok sa opäť objavil v roku 2000, keď ceny ropy začali prudko stúpať. Od roku 2001 však ropné obchodné prebytky zostali v porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami

vysokých cien ropy relatívne mierne, napriek výraznému zvýšeniu cien a objemov vyvážanej ropy. Z toho vyplýva, že príjmy z vývozu ropy, ktoré získavali krajiny OPEC, išli ruka v ruku so zvyšujúcim sa dovozom týchto krajín. Podobný trend možno pozorovať v prípade SNŠ. Ropné obchodné deficity, ktoré zaznamenali v SNŠ, sa po prudkom zvýšení cien ropy v rokoch 1999 a 2000 výrazne znížili. Toto výrazné zvýšenie cien ropy však prebiehalo súčasne so zhoršovaním ropnej obchodnej bilancie SNŠ od roku 2001 do roku 2004. Z toho vyplýva, že narastajúce príjmy z vývozu ropy, ktoré SNŠ získalo v tých rokoch, sprevádzal aj rast dovozu. V prvej polovici roka 2005 sa však ropný obchodný deficit zaznamenaný v SNŠ opäť výrazne znížil.

Celkový dovoz krajín OPEC v nominálnom vyjadrení v amerických dolároch zaznamenal od roku 2001 do roku 2004 priemerné ročné zvýšenie o 18 % a v prípade SNŠ o 21 %. Eurozóna podľa všetkého profitovala z výrazného dopytu krajín vyvážajúcich ropu. Priemerné ročné miery rastu dovozu krajín OPEC a SNŠ z eurozóny od roku 2001 do roku 2004 dosiahli 21 %, resp. 26 %, čo viedlo k zvýšeniu trhového podielu eurozóny v oboch regiónoch vyvážajúcich ropu (tabuľka). Aj ázijským krajinám bez Japonska sa podarilo zvýšiť relatívny podiel na celkovom dovoze krajín OPEC a SNŠ. Tieto údaje sú v ostrom protiklade s údajmi Spojených štátov, ktorých podiel sa v tomto období výrazne znížil. V roku 2005 eurozóna ďalej profitovala zo zvýšeného dovozu

**Graf C Čisté aktíva Ruska a menová štruktúra**



Zdroj: BIS a výpočty ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2005.

### Trhové podiely vybraných ekonomík na dovoze krajín OPEC a SNŠ

(v % celkového dovozu)

	OPEC			SNŠ		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Eurozóna	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Spojené štáty	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Spojené kráľovstvo	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Ázia bez Japonska a Číny	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japonsko	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Čína	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Zdroj: MMF a výpočty ECB.



krajín vyvážajúcich ropu. Dovoz krajín OPEC a SNŠ dosiahol v prvom polroku 2005 (posledné dostupné údaje) úroveň o 22 %, resp. 25 % vyššiu ako v rovnakom období predchádzajúceho roka.

Celkove sa od roku 1999 prejavujú rôzne typické priebehy alokovania dodatočných príjmov z vývozu ropy krajinami vyvážajúcimi túto surovinu, najmä krajinami OPEC. Ako dôsledok výrazného zvýšenia cien ropy v roku 1999 uložili krajiny OPEC veľkú časť svojich ropných príjmov v medzinárodných bankách, pričom výdavky na dovoz zostali nízke. Od roku 2001 však ekonomiky OPEC a ekonomiky SNŠ svoj dovoz podstatne zvýšili. Eurozóna podľa všetkého z tohto posledného zvýšenia dovozných aktivít ťažila. Preto aj keď zvýšenie cien ropy určite utlmilo hospodársku aktivitu v eurozóne, spätné účinky spojené s otáčaním ropných príjmov v poslednom období v určitej miere zmiernili primárne účinky zvýšenia cien tejto suroviny.

#### **ČISTÝ ODLEV SPOJENÝCH PRIAMÝCH A PORTFÓLIOVÝCH INVESTÍCIÍ V ROKU 2005**

V rámci finančného účtu zaznamenali v roku 2005 priame a portfóliové investície celkovo čistý odlev 13 mld. EUR v porovnaní s čistým prílevom 24 mld. EUR v roku 2004. Bolo to dôsledkom najmä zvýšeného čistého prílevu portfóliových investícií do akcií, ktorý bol kompenzovaný čistým odlevom priamych investícií a nižším čistým prílevom dlhových cenných papierov (graf 34).

Väčší deficit priamych investícií v roku 2005 bol spôsobený zvýšením priamych zahraničných investícií eurozóny, najmä vo forme investícií do akciového kapitálu. Toto zvýšenie môže byť sčasti odrazom obnoveného záujmu spoločností eurozóny o zvýšenie svojej konkurencieschopnosti prostredníctvom zahraničných pridružených spoločností, ako aj mimoriadnej reštrukturalizačnej operácie spoločnosti Royal Dutch Shell. Súčasne sa prílev priamych zahraničných investícií do eurozóny stabilizoval na nízkych úrovniach roku 2004. K pozorovanému vývoju mohli prispieť aj očakávania, že zvyšok sveta dosiahne výraznejší hospodársky rast ako eurozóna.

Zvýšenie čistého prílevu portfóliových investícií vyplývalo zo zvýšenia čistých nákupov majetkových cenných papierov eurozóny nerezidentmi. Tieto nákupy boli sčasti živé nadobúdaním akcií v súvislosti s reštrukturalizáciou Royal Dutch Shell, ale

aj očakávaniami relatívne vyšších výnosov na burzách eurozóny. Trhové prieskumy tiež naznačujú, že zahraniční investori mali záujem o majetkové cenné papiere eurozóny, ktorých cenu v porovnaní s majetkovými cennými papiermi na iných trhoch považujú za atraktívnejšiu.

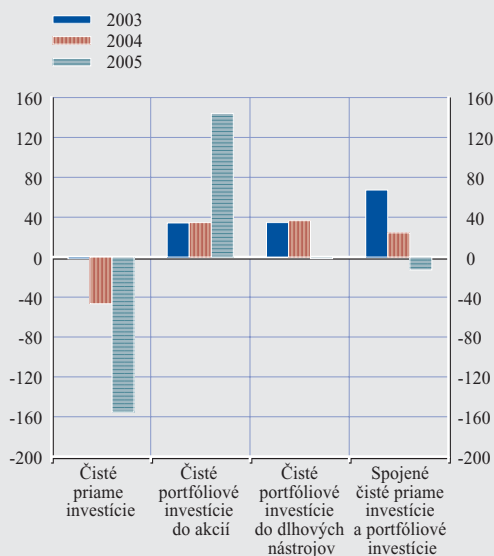
Pokiaľ ide o dlhové nástroje, cezhraničné toky sa v roku 2005 prudko zvýšili, pričom väčšina transakcií sa uskutočnila s dlhopismi a pokladničnými poukážkami. Počas roku 2005 boli prítomné dva odlišné trendy: na začiatku roka sa dosiahol trvalý rast čistého prílevu do dlhových nástrojov eurozóny, ktorý vyvrcholil začiatkom leta. Tento trend sa vzápätí v druhej polovici roka otočil a došlo k čistému odlevu. To môže byť odrazom skutočnosti, že rozdiel medzi výnosmi štátnych dlhopisov a poukážok Spojených štátov a eurozóny začali byť dosť veľké, najmä počas leta.

Na základe kumulovaných tokov počas prvých troch štvrtí rokov 2005 boli hlavnými prijímateľmi priamych investícií eurozóny Spojené kráľovstvo a nové členské štáty EÚ. Nové členské štáty EÚ boli v tomto období tiež hlavnými investormi v eurozóne. Z geografickej štruktúry portfóliových investícií vidno, že portfóliové investície eurozóny do zahraničia počas prvých troch štvrtí rokov 2005 smerovali najmä do Spojeného kráľovstva a centier „off-shore“. Investori eurozóny boli aj veľkými čistými nákupcami dlhopisov a poukážok Spojených



**Graf 34 Finančný účet eurozóny**

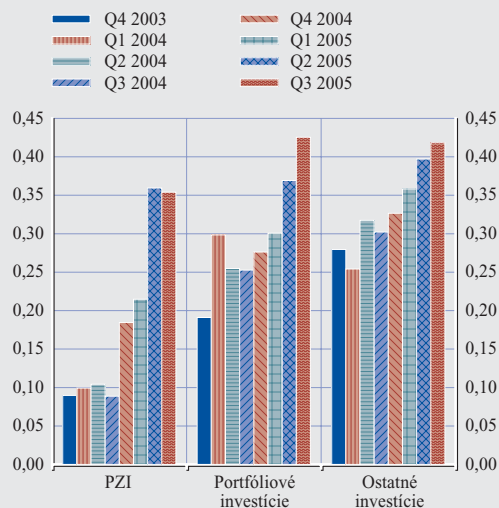
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

**Graf 35 Finančné toky z eurozóny do nových členských štátov EÚ**

(v % HDP nových členských štátov, štvrtročné kumulované údaje)



Zdroj: ECB.

štátov, ale zároveň boli aj čistými predajcami majetkových cenných papierov a nástrojov peňažného trhu v Spojených štátoch.

Nové členské štáty EÚ ako celok získali značné množstvo zahraničných investícií eurozóny. Pozitívny trend je markantný a znamená, že investori eurozóny zrejme považujú tento región za relatívne ziskový a že finančná integrácia eurozóny s novými členskými štátmi EÚ sa počas tohto obdobia pravdepodobne zosilnila (graf 35).

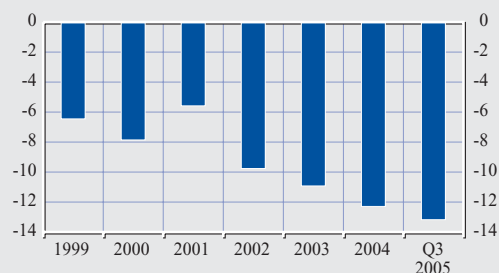
#### MEDZINÁRODNÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA SA V ROKU 2005 ĎALEJ ZHORŠILA

Údaje o medzinárodnej investičnej pozícii eurozóny voči zvyšku sveta dostupné do konca tretieho štvrtroka 2005 potvrdzujú, že eurozóna zaznamenala voči zvyšku sveta čisté pasíva vo výške 1 049 mld. EUR (čo predstavuje 13,2 % HDP eurozóny) v porovnaní s čistými pasívami vo výške 946 mld. EUR (12,4 % HDP) na konci roku 2004 a 809 mld. EUR (11,0 % HDP) na konci roku 2003 (graf 36). Vyššie čisté pasíva v roku 2005 boli vo veľkej miere

výsledkom zvýšenia čistých pasívnych pozícií v oblasti portfóliových investícií (z 1 071 mld. EUR na 1 350 mld. EUR), ktoré boli sčasti neutralizované zvýšením čistej aktívnej pozície v oblasti priamych investícií (z 89 mld. EUR na 224 mld. EUR) a znížením čistej pasívnej pozície v ostatných investíciách (z 241 mld. EUR na 212 mld. EUR).

**Graf 36 Čistá medzinárodná investičná pozícia**

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Pokiaľ ide o geografickú štruktúru objemu priamych zahraničných investícií eurozóny bolo ku koncu roka 2004 investovaných do Spojeného kráľovstva 24 % a do Spojených štátov 21 %. Pokiaľ ide o objem portfóliových investícií eurozóny do zahraničia, podiely týchto investícií v uvedených dvoch krajinách boli 23 %, resp. 35 %. Tieto dve krajiny boli aj najdôležitejšími priamymi investormi v eurozóne.

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

#### HOSPODÁRSKA AKTIVITA

Rast reálneho HDP v členských krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny sa v roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 spomalil, zostal však silnejší než v eurozóne (tabuľka 6). Rast produkcie bol tak ako v predchádzajúcich rokoch najvyšší v pobaltských štátoch, kde dosiahol viac ako 7 %, ako aj na Slovensku a v Českej republike, kde dosiahol 6 %-né miery rastu.

Masívnosť domáceho dopytu vo väčšine krajín podporoval silný rast súkromnej spotreby, ktorá sa najmä vo väčšine nových členských štátov udržiavala v roku 2005 na vysokých úrovniach. Výdavky domácností boli podporené značným rastom reálneho disponibilného dôchodku, ale aj expanzívnymi fiškálnymi politikami a v niektorých krajinách rastúcimi cenami domov. Pokračujúci rast investícií do nehnuteľností a výdavkov domácností podporoval okrem toho v mnohých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny, osobitne v pobaltských štátoch, zrýchľujúci sa rast úverov súkromnému sektoru. Rast spotreby bol v roku 2005 utlmený na Malte (odzrkadľujúci nízky rast disponibilného dôchodku), v Poľsku (v dôsledku mzdovej

reštrikcie a vyšších úspor) a v Spojenom kráľovstve (z dôvodu vyšších úrokových mier a ochladenia na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie). Domáci dopyt v mnohých členských štátoch nepatriacich do eurozóny, osobitne v pobaltských krajinách, Maďarsku, na Malte, Slovensku a vo Švédsku, bol podporovaný aj pretrvávajúcim silným rastom investícií. Nízke úrokové miery, obnovenie podnikateľskej dôvery, vysoký stupeň využitia kapitálu a pozitívny výhľad udržateľného dopytu prispievali k silnému rastu investícií, pričom rast investícií v nových členských štátoch podporovali aj finančné zdroje plynúce z fondov EÚ.

Čo sa týka vonkajšieho dopytu, vývoz bol hlavnou hybnou silou rastu reálneho HDP vo väčšine nových členských štátov, osobitne v pobaltských krajinách, Českej republike, Maďarsku a Poľsku. Príspevok čistého exportu k rastu reálneho HDP sa však medzi jednotlivými krajinami EÚ nepatriacimi do eurozóny významne líšil a pre skupinu ako celok bol v podstate neutrálny. Rast vývozu aj dovozu zostal v nových členských štátoch v roku 2005 väčšinou vysoký, čo naznačuje, že dlhodobý proces integrácie obchodu dostal po vstupe do

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

(medziročná percentuálna zmena)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Česká republika	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dánsko	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estónsko	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Cyprus	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lotyšsko	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litva	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Maďarsko	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Poľsko	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovinsko	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slovensko	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Švédsko	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Spojené kráľovstvo	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EÚ-10 <sup>1)</sup>	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EÚ-13 <sup>2)</sup>	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Eurozóna	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Zdroj: Eurostat a údaje národných štatistických úradov Litvy a Slovinska týkajúce sa ročných mier rastu týchto dvoch krajín v roku 2005.

Poznámka: Štvrťročné údaje nie sú sezónne očistené s výnimkou Českej republiky (sezónne očistené) a Spojeného kráľovstva (očistené o sezónne a kalendárne vplyvy). Ročná miera rastu za Českú republiku v roku 2005 je priemerom štvrťročných údajov.

1) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať krajín, ktoré pristúpili do EÚ 1. mája 2004.

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

EÚ ďalší stimul vďaka odstráneniu obchodných bariér predovšetkým na potravinárske produkty.

Situácia na trhu práce sa vo väčšine členských krajín nepatriacich do eurozóny aj v roku 2005 zlepšovala, najmä v pobaltských štátoch, Poľsku a na Slovensku. Zatiaľ čo miera nezamestnanosti klesala iba postupne, rast zamestnanosti v nových členských štátoch, najmä v krajinách s najvyššími mierami nezamestnanosti, výrazne zosilnel. V Poľsku a na Slovensku zostala miera nezamestnanosti osobitne vysoká, približne dvojnásobná ako v eurozóne. Trhy práce na Cypre, v Dánsku a Spojenom kráľovstve boli relatívne napäté, s mierou nezamestnanosti pod 6 %.

#### VÝVOJ CIEN

Inflácia HICP bola v roku 2005 najnižšia – nižšia než priemer eurozóny – vo Švédsku, v Českej republike, Dánsku a v Spojenom kráľovstve. Vo väčšine ostatných členských krajín nepatriacich do eurozóny bola inflácia tesne nad priemerom eurozóny, pričom v Lotyšsku, Estónsku a Maďarsku prevýšila 3 % (tabuľka 7). V porovnaní s rokom 2004 väčšina nových členských štátov, s výnimkou pobaltských štátov, dosiahla v roku 2005 nižšie miery inflácie



HICP, zatiaľ čo Dánsko a Spojené kráľovstvo, vychádzajúc z nízkych úrovní, zaznamenali vyššie miery inflácie.

Na vývoj inflácie v členských štátoch nepatriacich do eurozóny čiastočne vplývali spoločné faktory. Spomalenie inflácie v prvej polovici roka 2005 vo viacerých nových členských

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

(medziročná percentuálna zmena)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Česká republika	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dánsko	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estónsko	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Cyprus	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lotyšsko	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litva	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Maďarsko	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Poľsko	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovinsko	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovensko	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Švédsko	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Spojené kráľovstvo	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EÚ-10 <sup>1)</sup>	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EÚ-13 <sup>2)</sup>	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Eurozóna	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Zdroj: Eurostat.

1) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať krajín, ktoré pristúpili do EÚ 1. mája 2004.

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

štátoch odzrkadľovalo bázický efekt cenového nárastu z roku 2004, súvisiaceho so vstupom do EÚ. K tlaku na spomaľovanie cenového vývoja vo väčšine členských štátov nepatriacich do eurozóny okrem toho zjavne prispela silná konkurencia, najmä v rámci priemyselných tovarov a potravín. Naopak, rastúca cena ropy vytvárala tlak na zvyšovanie inflácie. Jej vplyv v jednotlivých krajinách bol odlišný, vo veľkej miere podmienený rozdielmi v spotrebných návykoch, trhových štruktúrach a energetickej intenzite produkcie. Okrem toho, keďže ceny energií sú v mnohých členských krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny regulované, vyššie ceny ropy sa nemuseli plne premietnuť do inflácie v roku 2005. V niektorých nových členských štátoch vznikali inflačné tlaky aj v dôsledku pretrvávajúceho vysokého domáceho dopytu.

Na vývoj inflácie v roku 2005 vplýval aj vývoj výmenných kurzov a ich oneskorený prenos do celkovej inflácie. Vo viacerých krajinách, osobitne v Českej republike, Maďarsku, Poľsku a na Slovensku, malo zhodnocovanie meny brzdiaci vplyv na infláciu.

### FIŠKÁLNA POLITIKA

Na základe poslednej aktualizácie konvergenčných programov predložených koncom roka 2005, resp. začiatkom roka 2006, bol všeobecný obraz o fiškálnych politikách v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny v roku 2005 heterogénny. Tri členské štáty nepatriace do eurozóny (Dánsko, Estónsko a Švédsko) zaznamenali fiškálny prebytok, zatiaľ čo zvyšných desať krajín zaznamenalo fiškálne deficity. Odhadované rozpočtové výsledky za rok 2005 boli väčšinou v súlade s cieľmi konvergenčných programov alebo lepšie, okrem Českej republiky, Maďarska, Malty a Slovenska. V šiestich z trinástich členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny sa saldo sektora verejnej správy medziročne zhoršilo (tabuľka 8), hoci konvergenčné programy v niektorých prípadoch obsahujú relatívne konzervatívne odhady. K zhoršeniu došlo napriek tomu, že fiškálny vývoj podporovalo priaznivé ekonomické prostredie,

ktoré vo viacerých krajinách umožnilo vyššie príjmy, ako sa očakávalo.

Cyklický príspevok k rozpočtu bol väčšinou kladný alebo neutrálny. K sprísneniu fiškálnej pozície však došlo iba v Dánsku, na Cypre, Malte, v Poľsku a Spojenom kráľovstve. Na Cypre a v Maďarsku mali dočasné fiškálne opatrenia v roku 2005 vplyv na zníženie deficitu o viac než 0,5 % HDP. Naproti tomu, na Slovensku deficit v roku 2005 v dôsledku jednorazových výdavkov vzrástol.

Uvoľňovanie výdavkov sa väčšinou realizovalo v súlade s plánovaným harmonogramom výdavkov. Niektoré vlády, konkrétne v Českej republike, Estónsku, Lotyšsku, Litve a na Slovensku, však podobne ako v roku 2004 použili niektoré nadbytočné príjmy radšej na financovanie dodatočných výdavkov než na zlepšenie svojho fiškálneho salda.

Na základe rozhodnutí Rady ECOFIN z 5. júla 2004 sa šesť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny (Česká republika, Cyprus, Maďarsko, Malta, Poľsko a Slovensko) nachádzalo v situácii nadmerného deficitu. Spomedzi týchto krajín zredukoval Cyprus svoj deficit v roku 2005 pod 3 % HDP, ako vyžadovalo príslušné rozhodnutie Rady. Naopak, podľa posledných aktualizácií konvergenčných programov, v Českej republike, Maďarsku a na Slovensku deficity vzrástli (hoci v prípade Slovenska v dôsledku jednorazového zníženia dlhu v rozsahu 0,8 % HDP). Cyprus, Malta a Poľsko uplatnili vzorovú konsolidáciu v podobe pozitívnej zmeny cyklicky upraveného rozpočtového salda minimálne o 0,5 % HDP, očisteného o jednorazové a iné dočasné opatrenia. Maďarsko opäť vykázalo značný sklz voči rozpočtovému cieľu na rok 2005, ktorý bol revidovaný smerom hore z 3,6 % na 6,1 % HDP. V súlade s článkom 104(8) zmluvy, Rada dvakrát rozhodla, že Maďarsko nepodniklo žiadne účinné postupy na korekciu nadmerného deficitu (kapitola 4, časť 1.1). V Spojenom kráľovstve pomer deficitu prevýšil referenčnú hodnotu 3 % HDP tretí rok po sebe. Rada ECOFIN sa dňa 24. januára 2006 rozhodla, že v Spojenom kráľovstve jestvuje nadmerný deficit a v súlade

**Tabuľka 8 Fiškálne pozície členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a eurozóny**

(v % HDP)				
Prebytok (+)/schodok (-) verejnej správy				
	2002	2003	2004	Údaje za rok 2005 podľa konvergenčných programov
Česká republika	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dánsko	1,4	1,2	2,9	3,6
Estónsko	1,5	2,5	1,7	0,3
Cyprus	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lotyšsko	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litva	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Maďarsko	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Poľsko	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slovinsko	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slovensko	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Švédsko	-0,3	0,2	1,6	1,6
Spojené kráľovstvo	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
EÚ-10 <sup>1)</sup>	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
EÚ-13 <sup>2)</sup>	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Eurozóna	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Hrubý dlh verejnej správy				
	2002	2003	2004	Údaje za rok 2005 podľa konvergenčných programov
Česká republika	29,8	36,8	36,8	37,4
Dánsko	47,6	45,0	43,2	35,6
Estónsko	5,8	6,0	5,5	4,6
Cyprus	65,2	69,8	72,0	70,5
Lotyšsko	14,2	14,6	14,7	13,1
Litva	22,4	21,4	19,6	19,2
Maďarsko	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Poľsko	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovinsko	29,8	29,4	29,8	29,0
Slovensko	43,7	43,1	42,5	33,7
Švédsko	52,4	52,0	51,1	50,9
Spojené kráľovstvo	38,2	39,7	41,5	43,3
EÚ-10 <sup>1)</sup>	39,9	43,3	42,6	41,5
EÚ-13 <sup>2)</sup>	40,6	42,0	42,8	43,2
Eurozóna	69,2	70,4	70,8	71,0

Zdroj: Európska komisia (za roky 2002 – 2004), aktualizované konvergenčné programy na roky 2005 – 2006 (za rok 2005) a výpočty ECB. Poznámka: Údaje vychádzajú z definície postupu pri nadmernom deficite. Z rozpočtových sald (údaje Komisie) sú vyňaté príjmy z predaja licencií UMTS. Vráťane údajov za penzijné fondy druhého piliera v rámci verejnej správy. Odhadnuté efekty zlepšenia (podľa dostupných údajov) v % HDP sú: Dánsko (0,9 % rozpočtové saldo), Maďarsko (1,3 % rozpočtové saldo, 3,8 % dlh), Poľsko (1,8 % rozpočtové saldo, 5,4 % dlh), Slovensko (0,8 % rozpočtové saldo) a Švédsko (1,0 % rozpočtové saldo, 0,6 % dlh).

1) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať krajín, ktoré pristúpili do EÚ 1. mája 2004.

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

s článkom 104(7) zmluvy vydala odporúčanie požadujúce zníženie nadmerného deficitu v čo najskoršom možnom termíne, najneskôr v finančnom roku 2006/2007.

Pomer dlhu v roku 2005 vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny značne zaostal za priemerom eurozóny. Iba Cyprus a Malta opäť vykázali pomer dlhu prevyšujúci referenčnú hodnotu 60 % HDP. Okrem

niekoľkých výnimiek sa pomer dlhu v členských štátoch nepatriacich do eurozóny znížil, čo bolo čiastočne odrazom priaznivých rastových a úrokových diferenciálov a dlh znižujúcich úprav medzi deficitom a dlhom<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Údaje o zadlženosti za rok 2005 z najnovšie aktualizovaných konvergenčných programov nie sú plne porovnateľné s údajmi Európskej komisie za minulý rok.



## VÝVOJ PLATOBNEJ BILANCIE

Spojený bežný a kapitálový účet členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny sa aj v roku 2005 medzi jednotlivými krajinami výrazne odlišoval (tabuľka 9). Zatiaľ čo Švédsko a Dánsko zaznamenali značné prebytky, Spojené kráľovstvo a nové členské štáty EÚ zaznamenali deficit. Deficity Estónska, Lotyšska a Malty zostali veľmi vysoké – i keď v prvých dvoch krajinách mali klesajúcu tendenciu – na úrovni okolo 10 % HDP alebo viac, zatiaľ čo na Cypre, v Litve, Maďarsku a na Slovensku deficity bežného a kapitálového účtu prevýšili 5 % HDP. Česká republika, Poľsko, Slovinsko a Spojené kráľovstvo zaznamenali miernejšie deficity na bežných a kapitálových účtoch.

Aj keď vysoké deficity na bežných účtoch by mohli v niektorých krajinách signalizovať riziká pre udržateľnosť ich externých pozícií, takéto deficity sú tiež do istej miery normálnou črtou dobiehajúcich ekonomík, ako sú nové členské štáty EÚ, kde prílev kapitálu umožňuje financovať vysoko výnosné investície, ktoré by nebolo možné realizovať iba na základe domácich úspor. Hoci externé nerovnováhy vo väčšine krajín pochádzali najmä z tovarových

deficitov, dôchodkové deficity – často spojené s repatriáciou ziskov z firiem so zahraničným vlastníctvom, a teda s predchádzajúcim prílevom priamych zahraničných investícií (PZI) – boli vo viacerých prípadoch iným významným zdrojom. Nedávny vývoj na bežných účtoch by sa mal interpretovať opatrne, pretože je do istej miery ovplyvnený metodickými zmenami v kompilácii údajov o obchode po vstupe do EÚ.

Významným zdrojom vonkajšieho financovania vo väčšine nových členských štátov EÚ boli naďalej PZI – čiastočne spojené s privatizačnými programami. Čistý prílev PZI do tejto skupiny krajín ako celku v roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 mierne vzrástol (tabuľka 9). Čistý prílev PZI (vo vzťahu k HDP) bol osobitne vysoký v Estónsku, kde ho silne ovplyvnila jedna veľká transakcia. Pretrvával relatívne vysoký prílev PZI do Českej republiky a na Maltu. Čistý prílev PZI mal kladnú hodnotu vo všetkých nových členských štátoch EÚ okrem Slovinska, ktoré v roku 2005 zaznamenalo v podstate vyrovnanú bilanciu tokov PZI. Čo sa týka ostatných členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, Švédsko a Dánsko vykázali čistý odlev PZI, ktorý bol v prípade Švédska bol dosť

Tabuľka 9 Platobná bilancia, vybrané položky

(v % HDP)

	Spojený bežný a kapitálový účet				Čisté toky PZI				Čisté toky portfóliových investícií			
	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>
Česká republika	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dánsko	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estónsko	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Cyprus	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lotyšsko	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litva	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Maďarsko	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Poľsko	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovinsko	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slovensko	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Švédsko	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Spojené kráľovstvo	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EÚ-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EÚ-13 <sup>3)</sup>	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Eurozóna	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Zdroj: ECB.

1) Údaje za rok 2005 sú priemerom za štyri štvrťroky do Q3 2005.

2) Agregát EÚ-10 zahŕňa desať krajín, ktoré pristúpili do EÚ 1. mája 2004.

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



rozsiahly, zatiaľ čo do Spojeného kráľovstva bol veľmi silný prílev PZI. Celkove, hoci čisté toky PZI boli v roku 2005 pre viaceré členské štáty nepatriace do eurozóny dôležitým zdrojom financovania, vo väčšine prípadov nebol tento prílev dostatočný na to, aby pokryl deficit spojeného bežného a kapitálového účtu.

Čisté portfóliové investície sa tiež významne podieľali na financovaní deficitov bežných účtov v rokoch 2004 a 2005 na Cypre, v Maďarsku a Poľsku v porovnaní s viac-menej miernym prílevom v predchádzajúcich rokoch. Tento vývoj odzrkadľoval najmä vyšší prílev čistého dlhu – ktorý mohol v niektorých prípadoch čiastočne súvisieť s výnosovými diferenciálmi – avšak na význame získal tiež čistý prílev majetkového kapitálu. Čiastočne, ako dôsledok dodatočného financovania pochádzajúceho z čistého prílevu portfóliových a tiež iných investícií, vzrástla aj zahraničná zadlženosť niektorých krajín vo vzťahu k HDP.

### ERM II A OTÁZKY SÚVISIACE S MENOVÝMI KURZMI

V roku 2005 sa štyri nové členské štáty EÚ pripojili k Estónsku, Litve, Slovinsku a Dánsku ako účastníci ERM II: Cyprus, Malta a Lotyšsko vstúpili do mechanizmu 2. mája 2005 a Slovensko 28. novembra 2005, všetci so štandardným fluktuálnym pásmom  $\pm 15\%$  okolo svojich centrálnych parít voči euru. Cyperská libra, ako aj lotyšský lats boli už pred vstupom do ERM II jednostranne naviazané na euro. Zatiaľ čo cyperská libra bola naviazaná na

euro od jeho zavedenia v roku 1999, Lotyšsko začiatkom roka 2005 zmenilo väzbu latsa z SDR (zvláštne práva čerpania – zúčtovacia jednotka používaná najmä MMF, ktorej hodnota vychádza z menového koša) na euro a ponechalo si fluktuálne pásmo  $\pm 1\%$ . Po vstupe do ERM II lotyšské orgány oznámili, že budú jednostranne udržiavať výmenný kurz latsa na centrálnej parite voči euru s fluktuálnym pásmom  $\pm 1\%$ . Maltská líra pri vstupe do mechanizmu opustila od menového koša, ktorý zahŕňal euro, anglickú libru a americký dolár a naviazala sa na euro. Maltské orgány okrem toho vyhlásili, že budú jednostranne udržiavať výmenný kurz maltskej líry na centrálnej parite voči euru. V prípade slovenskej koruny a cyperskej libry sa neprijali žiadne formálne jednostranné záväzky o užšom pásmo. Jednostranné záväzky neukladajú ECB žiadne dodatočné povinnosti. Na zabezpečenie hladkého fungovania v ERM II sa účastnícke krajiny zaviazali prijímať potrebné opatrenia na udržiavanie makroekonomickej stability a stability výmenného kurzu.

Účasť v ERM II nebola sprevádzaná vážnymi napätiami na devízových trhoch v žiadnej z účastníckych krajín. Estónska koruna, litovský litas, maltská líra a slovinský tolar sa od vstupu do mechanizmu trvale obchodovali na úrovni alebo blízko centrálnych parít. Aj dánska koruna sa v roku 2005 naďalej obchodovala na úrovni blízko jej centrálnej parity. Cyperská libra sa po vstupe do ERM II v prvých dvoch mesiacoch voči euru mierne posilňovala, potom sa v druhej polovici

Tabuľka 10 Vývoj v ERM II

	Dátum vstupu	Horný výmenný kurz	Centrálna parita	Dolný výmenný kurz	Maximálna odchýlka v %	
					nahor	nadol
DKK	1. 1. 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28. 6. 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2. 5. 2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2. 5. 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28. 6. 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2. 5. 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,1
SIT	28. 6. 2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28. 11. 2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Zdroj: ECB.

Poznámka: Odchýlka nadol zodpovedá pohybu smerom k dolnému kurzu a znamená spevnenie kurzu, odchýlka nahor zodpovedá pohybu smerom k hornému kurzu a znamená zoslabenie kurzu. Referenčné obdobie vykazanej maximálnej odchýlky je od príslušného dátumu vstupu do ERM II do 24. februára 2006. Referenčným obdobím pre Dánsko je 1. január 2004 až 24. február 2006.

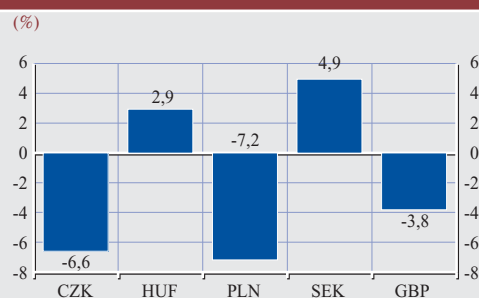
roka 2005 stabilizovala na úrovni približne o 2 % silnejšej než centrálna parita. Lotyšský lats zotrval na silnej strane štandardného fluktuálneho pásma a blízko hornej hranice jednostranne ohláseného pásma. Slovenská koruna sa od vstupu do ERM II vyznačovala väčšou volatilitou než ostatné meny v rámci ERM II a obchodovala sa až na úrovni o 3,2 % silnejšej než je jej centrálna parita (tabuľka 10).

Väčšina mien členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny mimo ERM II sa v roku 2005 posilňovala voči euru, avšak v menšej miere na obchodoch váženej (efektívnej) báze, čo bolo dôsledkom čiastočného vyrovnávania ich oslabovaním voči americkému doláru a menám naviazaným na americký dolár. Česká koruna a poľský zlotý zaznamenali v prvej polovici roka 2005 čiastočné prerušenie svojej silnej apreciácie z roka 2004, v druhej polovici roka však ich zhodnocovanie pokračovalo. Dňa 24. februára 2006 sa tieto meny voči euru výrazne posilnili v porovnaní s hodnotami zo začiatku roka 2005, pričom depreciačia eura dosiahla 7,2 %, resp. 6,6 % (graf 37). Maďarský forint pri značných fluktuáciách výmenného kurzu v priebehu roka, ktoré súviseli hlavne so zhoršujúcim sa fiškálnym výhľadom, sa naopak celkovo znehodnotil. Dňa 24. februára 2006 sa forint obchodoval takmer o 3 % slabší než bola jeho úroveň na začiatku roka 2005. Švédsku korunu a anglickú libru zjavne ovplyvnili pohyby v diferenciaciach úrokových sadzieb. Ak sa švédska koruna počas väčšiny roka 2005 voči euru dost' silne oslabovala, sledujúc rozširovanie záporného úrokového diferenciálu voči eurozóne, anglická libra sa voči euru v roku 2005 a začiatkom roku 2006 – pri značných fluktuáciách – posilnila takmer o 4 %.

### MENOVÁ POLITIKA

Primárnym cieľom menovej politiky všetkých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny je cenová stabilita. Stratégie menovej politiky jednotlivých krajín sa do značnej miery odlišujú, odzrkadľujúc rôznorodosť ich nominálnych, reálnych a štrukturálnych podmienok (tabuľka 11). V roku 2005, okrem vstupu Cypru, Lotyšska, Malty a Slovenska do ERM II, sa menová politika a režimy výmenného kurzu krajín EÚ

**Graf 37 Zmeny výmenných kurzov eura voči menám krajín EU, ktoré nevstúpili do ERM II**



Zdroj: ECB.

Poznámka: Kladná odchýlka znamená zhodnotenie a záporná znehodnotenie eura. Zmeny sa týkajú obdobia od 3. januára 2005 do 24. februára 2006.

nepatriacich do eurozóny v zásade nezmenili, hoci v rámci menovej politiky niekoľkých krajín sa s ohľadom na budúcu menovú integráciu uskutočnili určité vylepšenia.

Čo sa týka rozhodnutí menovej politiky z roku 2005 v krajinách s kurzovým cieľením, zvýšila Danmarks Nationalbank v reakcii na zvýšenie úrokových sadzieb ECB 1. decembra 2005 svoju kľúčovú úrokovú sadzbu o 25 bázických bodov na 2,4 %. 17. februára 2006 ju zvýšila o ďalších 10 bázických bodov na 2,5 % v súvislosti s februárovým odlevom devíz spôsobeným nákupom zahraničných akcií a iných cenných papierov dánskymi inštitucionálnymi investormi. Bank of Cyprus do konca roka 2005 znížila svoju minimálnu akceptovateľnú úrokovú sadzbu celkovo o 125 bázických bodov na 3,25 % v snahe pribrzdiť apreciačné tlaky vznikajúce z rastúcej dôvery investorov ohľadne ekonomického výhľadu, ktorá vyplynula zo zlepšenia verejných financií a zo vstupu cyperskej libry do ERM II. Latvias banka zvýšila v dvoch krokoch svoj pomer minimálnych rezerv zo 4 % na 8 %, aby pribrzdila v Lotyšsku veľmi silný rast úverov. Na Malte sa oficiálne úrokové sadzby zvýšili o 25 bázických bodov, na 3,25 %, v reakcii na prudký rast úverov. Banka Slovenije znížila vo februári 2006 svoju kľúčovú úrokovú sadzbu o 25 bázických bodov na 3,75 %.

Čo sa týka členských krajín EÚ nepatriacich do eurozóny uplatňujúcich inflačné cieľenie,

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

	Stratégia menovej politiky	Mena	Charakteristika
Česká republika	Inflačný cieľ	Česká koruna	Cieľ: 2 - 4 % do konca roka 2005, potom 3 %, pričom dosiahnutá inflácia sa od tohto cieľa nemá odchýliť o viac ako jeden percentuálny bod ani v jednom smere. Riadený pohyblivý výmenný kurz.
Dánsko	Kurzový cieľ	Dánska koruna	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 2,25$ % okolo centrálnej parity 7,46038 DKK/1 EUR.
Estónsko	Kurzový cieľ	Estónska koruna	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 15,6466 EEK/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Estónsko naďalej v režime menovej rady.
Cyprus	Kurzový cieľ	Cyperská libra	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 0,585274 CYP/1 EUR.
Lotyšsko	Kurzový cieľ	Lotyšský lats	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 0,702804 LVL/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Lotyšsko vo fluktuálnom pásme $\pm 1$ %.
Litva	Kurzový cieľ	Litovský litas	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 3,45280 LTL/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Litva naďalej v režime menovej rady.
Maďarsko	Kombinácia kurzového a inflačného cieľa	Maďarský forint	Kurzový cieľ: navedenie na euro v kurze 282,36 HUF/1 EUR s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ %. Inflačný cieľ: 4 % ( $\pm 1$ percentuálny bod) do konca roka 2005, 3,5 % ( $\pm 1$ percentuálny bod) do konca roka 2006 a strednodobý cieľ 3,0 % ( $\pm 1$ percentuálny bod) od roku 2007.
Malta	Kurzový cieľ	Maltská líra	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 0,42930 MTL/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku Malta udržiava stály kurz voči euru na úrovni centrálnej parity.
Poľsko	Inflačný cieľ	Poľský zlotý	Inflačný cieľ 2,5 % $\pm 1$ percentuálny bod (ročná zmena CPI) od roku 2004. Neriadený pohyblivý výmenný kurz.
Slovinsko	Stratégia sledovania menových, reálnych, vonkajších a finančných ukazovateľov makro-ekonomických podmienok opierajúca sa o dva piliere	Slovinský tolar	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo stredného výmenného kurzu 239,640 SIT/1 EUR.
Slovensko	Inflačné ciele v podmienkach ERM II	Slovenská koruna	Účasť v ERM II s fluktuálnym pásmom $\pm 15$ % okolo centrálnej parity 38,4550 SKK /1 EUR. Inflačné ciele: krátkodobý cieľ 3,5 % $\pm 0,5$ percentuálneho bodu ku koncu roka 2005 a potom do 2,5 % na konci roka 2006 a do 2 % na konci rokov 2007 a 2008.
Švédsko	Inflačný cieľ	Švédska koruna	Inflačný cieľ: 2-percentné zvýšenie CPI v tolerančnom pásme $\pm 1$ percentuálny bod. Neriadený pohyblivý výmenný kurz.
Spojené kráľovstvo	Inflačný cieľ	Anglická libra	Inflačný cieľ: 2-percentné zvýšenie CPI <sup>1)</sup> za obdobie 12 mesiacov. V prípade odchýlky o viac ako 1 percentuálny bod sa očakáva, že výbor MPC sa otvoreným listom obráti na ministra financií. Neriadený pohyblivý výmenný kurz.

Zdroj: ECB.

1) CPI je identický s HICP.

väčšina krajín znížila v roku 2005 kľúčové úrokové sadzby. Vzhľadom na zlepšenie výhľadu inflácie znížilo Maďarsko, Poľsko a Slovensko svoje úrokové sadzby celkovo o 350, 200 a 100 bázických bodov na 6 %, resp. 4,5 % a 3 %. Na Slovensku boli rozhodnutia o úrokových sadzbách motivované aj zhodnocovaním meny. V Poľsku došlo k ďalšiemu zníženiu kľúčovej sadzby o 25 bázických bodov na 4,25 % v januári 2006. Vo Švédsku a Spojenom kráľovstve sa kľúčové úrokové sadzby v roku 2005 znížili o 50 a 25 bázických bodov na 1,5 %, resp. 4,5 %, reflektujúc oslabenie rastu produkcie a nižší výhľad inflácie. Vo Švédsku sa však menovopolitické sadzby v januári 2006 zvýšili o 25 bázických bodov na 1,75 % a vo februári 2006 o ďalších 25 bázických bodov na 2,0 %. Rozhodnutia vychádzali z prognóz uverejnených v Správe o inflácii z decembra 2005 a februára 2006 (zohľadňujúc rast krátkodobých úrokových mier). V Českej republike sa vzhľadom na priaznivý výhľad inflácie a zhodnocovanie koruny znížili úrokové sadzby v prvej polovici roka 2005 celkovo o 75 bázických bodov, koncom októbra však na základe aktuálneho výhľadu inflácie a s ňou spojenými rizikami sa opäť zvýšili o 25 bázických bodov na 2 %.

### FINANČNÝ VÝVOJ

Pohyby výnosov z dlhodobých dlhopisov vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny sledovali v roku 2005 pohyby výnosov v eurozóne, pričom do septembra výnosy vykazovali všeobecný pokles, potom mierne vzrástli, konkrétne v Maďarsku a Poľsku. V Litve a Slovinsku dlhodobé úrokové miery postupne klesali na úroveň eurozóny, zatiaľ čo na Malte a v Spojenom kráľovstve boli o niečo stabilnejšie. Celkovo boli dlhodobé úrokové miery vo väčšine krajín ku koncu roka 2005 o 20 až 55 bázických bodov nižšie než na začiatku roka, pričom výraznejší pokles zaznamenali v Lotyšsku, Poľsku, na Slovensku a najmä na Cypre (o viac než 200 bázických bodov). Keďže dlhodobé úrokové miery v eurozóne poklesli počas roka 2005 približne o 30 bázických bodov, spready výnosov z dlhopisov zostali voči eurozóne stabilné alebo sa zúžili. V Maďarsku a Poľsku sa však v poslednom štvrtroku

spready voči eurozóne dosť zreteľne rozšírili. Reakcia trhu odzrkadľovala nepriaznivé fiškálne trendy v Maďarsku a neistotu súvisiacu s fiškálnym vývojom a hospodárskou politikou po parlamentných voľbách v Poľsku.

Akciové trhy v krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny mali v roku 2005 naďalej priaznivú výkonnosť a s výnimkou Slovinska a Spojeného kráľovstva prevyšovali priemerný vývoj cien akcií v eurozóne, meraný indexom Dow Jones EURO STOXX. Ceny akcií v nových členských štátoch EÚ, okrem Slovinska, boli ku koncu roka 2005 vyššie o 25 % až 65 % než na začiatku roka.





**Autor**

Ilse Haider

**Názov**

Kopf eines Athleten, 1994

**Technika**

Vrbové prúty, fotoemulzia

**Rozmery**

180 x 120 x 40 cm

© ECB a autor



# OPERÁCIE A ČINNOSTI CENTRÁLNEJ BANKY



# 1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY

## 1.1. OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

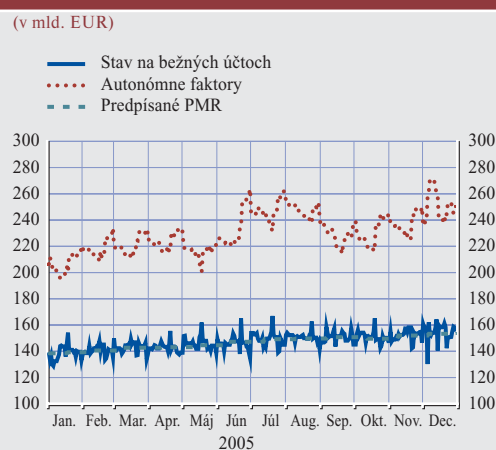
Operačný rámec pre implementáciu jednotnej menovej politiky<sup>1</sup> v roku 2005 naďalej dobre fungoval. Úroková miera EONIA zaznamenala v roku 2005 veľmi nízke úrovne volatility. Štandardná odchýlka spreadu medzi úrokovou mierou EONIA a minimálnou akceptovateľnou sadzbou bola 5 bázických bodov, porovnaní s 9 bázickými bodmi v roku 2004 a 16 v roku 2003.

Vývoj koncom roka 2005 poskytol prvú príležitosť na isté overenie schopnosti operačného rámca – novelizovaného v marci roku 2004<sup>2</sup> – neutralizovať dopad očakávaní vo vzťahu ku kľúčovým úrokovým sadzbám ECB počas udržiavacej periódy. Po vyše dvoch rokoch, keď sa zmeny úrokových sadzieb nečakali, bol v novembri 2005 peňažný trh ovplyvnený očakávaniami zvýšenia úrokových mier. Po vyhlásení prezidenta ECB zo dňa 18. novembra pred zasadnutím Rady guvernérov 1. decembra sa jednodňová úroková miera zvýšila až o 12 bázických bodov. Avšak o niekoľko dní neskôr začala klesať, a po pridelení likvidity prevyšujúcej benchmarkovú úroveň<sup>3</sup> v poslednej hlavnej refinančnej operácii (HRO) udržiavacej periódy, ktorá bola sprevádzaná vysvetľujúcim vyhlásením, sa pohla bližšie k svojim predchádzajúcim úrovniam. Zdá sa preto, že zladenie začiatku udržiavacej periódy s implementáciou rozhodnutí o úrokových sadzbách i napriek prvotnej reakcii účinne pomohlo zabrániť významným a pretrvávajúcim rušivým vplyvom očakávaní zmien úrokových sadzieb v priebehu príslušnej udržiavacej periódy.

### HODNOTENIE A RIADENIE PODMIENOK V OBLASTI LIKVIDITY

Riadenie likvidity Eurosystému sa opiera o denné hodnotenie podmienok v oblasti likvidity bankového systému eurozóny, v záujme vymedzenia potreba likvidity v systéme a tým aj určenia objemu likvidity, ktorá sa má prideliť v týždňových operáciách HRO, v mesačných dlhodobějších refinančných operáciách a eventuálne aj prostredníctvom operácií na voľnom trhu, akými sú dolaďovacie obchody.

Graf 38 Faktory likvidity v eurozóne v roku 2005



Zdroj: ECB.

Potreba likvidity bankového systému sa určuje ako súčet povinných minimálnych rezerv predpísaných bankám, prostriedkov uložených na bežných účtoch úverových inštitúcií v NCB prevyšujúcich tento predpis (nadbytočné rezervy) a autonómnych faktorov (graf 38). Autonómne faktory sú súborom položiek súvahy Eurosystému, ktoré majú dosah na potrebu likvidity bánk, avšak v bežnom prípade nie sú pod priamou kontrolou systému riadenia likvidity Eurosystému (napr. obeživo, vklady sektora verejnej správy a čisté zahraničné aktíva).

V roku 2005 denná potreba likvidity bankového systému eurozóny dosahovala v priemere 377,4 mld. EUR, čo v porovnaní s rokom

- 1 Podrobný popis operačného rámca je v publikácii ECB „Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne: Všeobecná dokumentácia o nástrojoch a postupoch menovej politiky Eurosystému“, február 2005.
- 2 V marci 2004 sa zaviedli dve zmeny: i) časovanie periód udržiavania povinných minimálnych rezerv bolo upravené tak, že tieto periody sa začínali vždy v deň zúčtovania hlavnej refinančnej operácie (HRO) po zasadnutí Rady guvernérov, na ktoré je plánované rozhodnutie o smerovaní menovej politiky, a (ii) splatnosť HRO sa skrátila z dvoch na jeden týždeň. Pozri Výročnú správu ECB 2004, s. 82-83.
- 3 Benchmarkový objem je objem pridelenia, ktorý je v bežnom prípade potrebný na zabezpečenie vyvážených podmienok v oblasti likvidity v krátkodobom segmente peňažného trhu, podľa prognózy likvidity vypracovanej Eurosystémom. Uverejnené benchmarkové pridelenie je zaokrúhlené na najbližších 500 mil. EUR.



2004 predstavuje zvýšenie o 21 %. Predpísané povinné minimálne rezervy činili v priemere 146,5 mld. EUR, nadbytočné rezervy 0,8 mld. EUR a autonómne faktory 230,1 mld. EUR. Spomedzi autonómnych faktorov najvyššiu ročnú mieru rastu naďalej vykazovali bankovky. Priemerný objem bankoviek zaznamenal ročnú mieru rastu 15 %, podobne ako v roku 2004. Bankovky dosiahli 24. decembra 2005 historické maximum 568 mld. EUR.

#### **HLAVNÉ REFINANČNÉ OPERÁCIE**

Operácie HRO sú týždenné operácie poskytujúce likviditu so splatnosťou jeden týždeň uskutočňované formou tendra s variabilnou sadzbou so stanovenou minimálnou akceptovateľnou sadzbou, prebiehajúce ako aukcie s viacerými sadzbami. HRO sú najdôležitejšie operácie na voľnom trhu uskutočňované Eurosystemom, nakoľko majú kľúčovú úlohu pri riadení úrokových mier, riadení stavu likvidity na trhu a signalizovaní smerovania menovej politiky prostredníctvom výšky minimálnej akceptovateľnej sadzby.

Aby ECB pomohla úverovým inštitúciám pripraviť si ponuky v operáciách HRO, pokračovala v roku 2005 v pravidelnom týždennom uverejňovaní prognóz denných priemerov autonómnych faktorov a benchmarkového objemu. Účelom tejto komunikačnej politiky je zabezpečiť, aby trh správne pochopil, či rozhodnutia o pridelení v HRO majú za cieľ vyvážiť podmienky v oblasti likvidity, alebo nie.

Objemy pridelené v HRO v roku 2005 siahali od 259,0 mld. EUR do 333,5 mld. EUR. Priemerný počet subjektov predkladajúcich ponuky v HRO

bol 351, a zostal teda na podobnej úrovni ako v roku 2004 po implementovaní zmien tohto rámca. Likvidita poskytnutá prostredníctvom HRO činila 77 % z celkovej čistej likvidity dodanej Eurosystemom v rámci operácií menovej politiky. Priemerný spread medzi limitnou sadzbou a minimálnou akceptovateľnou sadzbou dosiahol 5,3 bázičného bodu, v porovnaní s 1,6 bázičného bodu v roku 2004 a 4,7 bázičného bodu v roku 2003. Za prvé tri štvrtroky zostával spread celkovo ustálený na úrovni 5 bázičnych bodov, ale v septembri sa začal zvyšovať a v polovici októbra dosiahol 7 bázičnych bodov. V tomto čase ECB komunikovala svoje znepokojenie nad uvedeným rastom a začala s politikou pridelovania o niečo väčších objemov než benchmarkový, pričom sa stále snažila dosiahnuť vyváženú situáciu na konci periódy udržiavania rezerv. Táto „uvoľnená politika pridelovania“ dokázala účinne zabezpečiť stabilizáciu spreadu medzi limitnou sadzbou a minimálnou akceptovateľnou sadzbou na úrovni 5 bázičnych bodov.

#### **DOLAŽOVACIE OPERÁCIE**

V dôsledku zmien operačného rámca zavedených v marci 2004 sa v 8-dňovom období od poslednej HRO udržiavacej periódy do konca tejto periódy začal rozsah prognostických chýb v oblasti likvidity akumulovať. Absolútny rozdiel medzi prognózovaným a skutočným výsledkom za osemdňové obdobia bol v roku 2005 v priemere 7,16 mld. EUR. Aby sa tieto chyby nestali impulzom pre výraznejšie využívanie automatických operácií a aby nevznikali veľké spready medzi jednodňovou úrokovou mierou a minimálnou akceptovateľnou sadzbou, ECB v prípade, keď očakávala značnú nerovnováhu

v oblasti likvidity, vždy v posledný deň udržiavacej periódy uskutočnila dolaďovaciu operáciu. Celkovo sa uskutočnilo deväť dolaďovacích operácií. Z nich tri slúžili na poskytnutie likvidity (18. januára, 7. februára a 6. septembra) a šesť na jej absorbovanie (8. marca, 7. júna, 12. júla, 9. augusta, 11. októbra a 5. decembra). Všetky operácie mali za cieľ obnoviť vyvážené podmienky v oblasti likvidity a prispeli k stabilizácii jednodňovej úrokovej miery na konci udržiavacích períód.

#### **DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE**

DRO sú operácie poskytujúce likviditu uskutočňované s mesačnou periodicitou. Pridelenie sa zvyčajne uskutočňuje poslednú stredu v mesiaci a operácie majú trojmesačnú splatnosť. Bankám sa tým poskytne príležitosť pokryť si svoje potreby likvidity na dlhšie obdobie. Na rozdiel od HRO sa operácie DRO na signalizovanie smerovania menovej politiky Eurosystému nepoužívajú. Uskutočňujú sa ako jednoduché tendre s variabilnou sadzbou a s vopred oznámeným objemom pridelovaných prostriedkov a teda Eurosystém akceptuje sadzby kupujúceho.

DRO sa postarali o dodanie približne 23 % celkovej čistej likvidity poskytnutej v roku 2005 v operáciách na voľnom trhu. Objem prostriedkov pridelovaných v jednotlivých operáciách sa v januári 2005 zvýšil z 25 na 30 mld. EUR a v januári 2006 na 40 mld. EUR.

#### **AUTOMATICKÉ OPERÁCIE**

Dva typy automatických operácií, ktoré ponúka Eurosystém, t.j. jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné obchody, poskytujú a absorbujú likviditu s úrokovými sadzbami, ktoré vytvárajú koridor pre medzibankovú jednodňovú úrokovú mieru. V roku 2005 sa šírka tohto koridoru 200 bázických bodov nezmenila. Stredom koridoru je minimálna akceptovateľná sadzba pre HRO.

V roku 2005 bol denný priemerný objem jednodňových refinančných obchodov 106 mld. EUR a jednodňových sterilizačných obchodov 122 mld. EUR. Nízke využívanie

automatických operácií v roku 2005 zodpovedalo stavu v predchádzajúcich rokoch a svedčí o účinnosti medzibankového trhu a o menších nerovnováhach v oblasti likvidity zaznamenaných za posledný deň jednotlivých udržiavacích períód. Toto zníženie nerovnováh v oblasti likvidity je v zhode s častejším využívaním dolaďovacích operácií v prípadoch značnej odchýlky prognózovanej likvidity v roku 2005.

#### **SYSTÉM MINIMÁLNYCH REZERV**

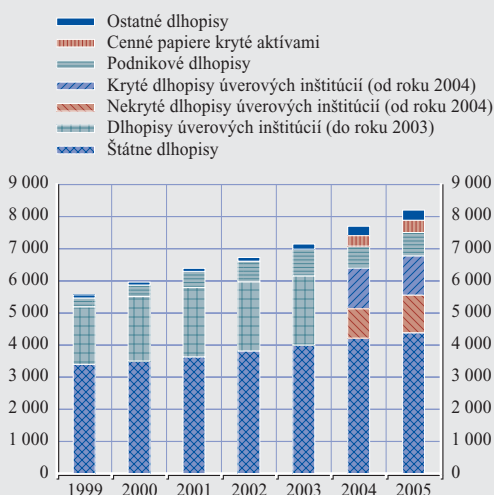
Úverové inštitúcie v eurozóne sú povinné udržiavať na účtoch NCB minimálne rezervy. Vypočítajú sa uplatnením 2-percentnej sadzby na základňu na výpočet povinných rezerv, ktorá sa stanovuje vo vzťahu k niektorým položkám súvahy inštitúcie. Povinnosť mať deponované minimálne rezervy sa považuje za splnenú, ak bol splnený priemer za celú periódu udržiavania rezerv. Tento systém má dve funkcie: po prvé stabilizovať krátkodobé úrokové miery peňažného trhu pomocou opatrenia o priemernom plnení a po druhé zvýšiť deficit likvidity, t.j. celkovú potrebu refinančných úverov bánk od Eurosystému. Predpísaná výška povinných minimálnych rezerv sa v roku 2005 postupne zvyšovala a v poslednej udržiavacej períóde roka dosiahla 153 mld. EUR.

#### **AKTÍVA AKCEPTOVATEĽNÉ PRE OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY**

Na ochranu Eurosystému pred stratami sa vyžaduje, aby všetky jeho úverové operácie boli primerane zabezpečené. V dôsledku osobitného charakteru európskych finančných trhov a operačného rámca menovej politiky Eurosystému sa ako kolaterál akceptuje široká škála aktív. Priemerná hodnota akceptovateľného obchodovateľného kolaterálu bola v roku 2005 8,3 biliónov EUR, čo je o 7 % viac ako v roku 2004 (graf 39). Z toho celkový dlh sektora verejnej správy činil 53 % a zvyšok mal formu krytých (t.j. typu Pfandbrief) alebo nekrytých dlhopisov úverových inštitúcií (29 %), podnikových dlhopisov (9 %), cenných papierov krytých aktívami (5 %) a iných dlhopisov, akými sú dlhopisy vydané nadnárodnými organizáciami (4 %). Priemerná hodnota obchodovateľných

**Graf 39 Akceptovateľné obchodovateľné aktíva**

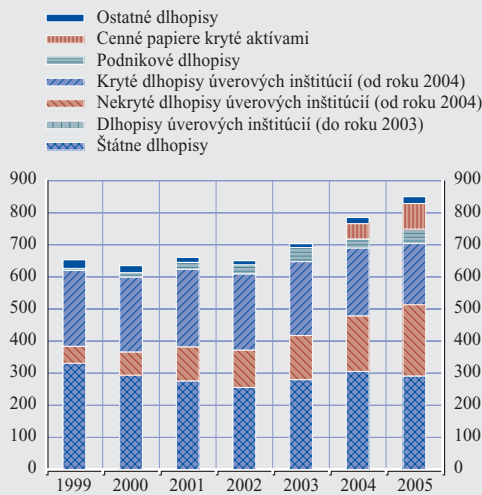
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

**Graf 40 Akceptovateľné obchodovateľné aktíva predložené ako kolaterál**

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

aktív deponovaných zmluvnými stranami ako kolaterál pre úverové operácie Eurosystemu predstavovala v roku 2005 866 mld. EUR, v porovnaní s 787 mld. EUR v roku 2004 (graf 40).

Graf 41 znázorňuje rozdiel medzi aktívami akceptovateľnými ako kolaterál a aktívami, ktoré boli v úverových operáciách Eurosystemu ako kolaterál skutočne predložené, v členení podľa druhu aktív. Podiel dlhu verejnej správy na využiteľnom obchodovateľnom kolateráli bol 53 %, ale na predloženom kolateráli 34 %. Avšak podiel nekrytých dlhopisov úverových inštitúcií na využiteľnom obchodovateľnom kolateráli bol 14 %, ale na hodnote predloženého kolaterálu 27 %. Podiel cenných papierov krytých aktívami na využiteľnom kolateráli bol 5 %, ale na použitom kolateráli 10 %.

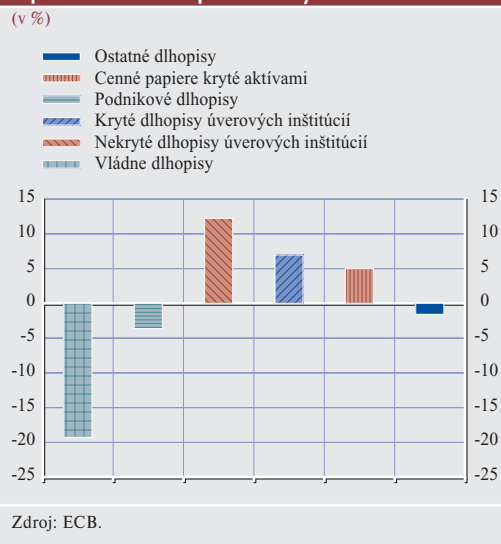
V roku 2005 došlo v oblasti kolaterálovej politiky Eurosystemu k viacerým významným zlepšeniam. Po prvé Eurosystem dokončil revíziu svojich kritérií akceptovateľnosti cenných papierov krytých aktívami. Bolo to potrebné, nakoľko cenné papiere kryté aktívami sa stávajú stále významnejším zdrojom kolaterálu

v operáciách Eurosystemu a zmluvné strany požadovali väčšiu transparentnosť vo vzťahu k akceptovaným druhom cenných papierov krytých aktívami. Zrevidované kritériá boli oficiálne oznámené v januári 2006 a používať sa budú od mája 2006. Cenné papiere kryté aktívami, ktoré sú v súčasnosti na zozname akceptovateľných aktív, ale tieto kritériá nesplňujú, budú do októbra 2006 postupne vyradené.

Eurosystem jasne sformuloval minimálne úverové štandardy, ktoré sa pri prijímaní aktív ako kolaterálu dôsledne aplikujú od zavedenia jednotnej meny – a to úverový rating aspoň „jedno A“ udelený jednou z troch hlavných medzinárodných ratingových agentúr. Úverový rating „jedno A“ zodpovedá dlhodobému ratingu A- a vyššie od Standard & Poor's a Fitch alebo A3 a vyššie od agentúry Moody's. Ujasnilo sa tiež, že táto požiadavka sa aplikuje na emitentov súkromného a verejného sektora rovnako.

Pokrok sa dosiahol aj pri prechode k jednotnému zoznamu kolaterálov, ktorý postupne nahradí súčasný dvojstupňový kolaterálový systém. Očakáva sa, že zlepšením rovnosti príležitostí v eurozóne, zvýšenou podporou rovnakého

**Graf 41 Rozdiel medzi podielom akceptovateľných obchodovateľných aktív a podielom aktív predložených ako kolaterál**



zaobchádzania so zmluvnými stranami a s emitentmi a zvýšením celkovej transparentnosti kolaterálového rámca jednotný zoznam dostupnosť kolaterálu zvýši. Prvé dve hlavné opatrenia smerom k zavedeniu jednotného zoznamu vstúpili do platnosti v roku 2005:

- Po prvé bol 30. mája uverejnený zoznam neregulovaných trhov akceptovateľných Eurosystémom z hľadiska riadenia kolaterálu. Tento zoznam sa nachádza na internetovej stránke ECB, bude sa aktualizovať najmenej raz za rok. Aktíva, ktoré sú registrované alebo kótované na neregulovaných trhoch alebo s ktorými sa na nich obchoduje a ktoré nie sú zahrnuté do tohto zoznamu, zostanú akceptovateľné do mája 2007, po tomto termíne sa stanú neakceptovateľné.
- Po druhé sa 1. júla do zoznamu aktív prvého stupňa zaviedla nová kategória predtým neakceptovateľných kolaterálov, a to dlhových nástrojov v eurách emitovaných subjektmi so sídlom v krajinách G10, ktoré nie sú súčasťou Európskeho hospodárskeho priestoru. Celkový objem nového akceptovateľného kolaterálu činil na konci roka 2005 137 mld. EUR. Použitie týchto

nových nástrojov sa v druhej polovici roka 2005 postupne zvyšovalo a koncom decembra dosiahlo 5,3 mld. EUR.

Vo februári 2005 Rada guvernérov oznámila, že ďalší krok smerom k jednotnému zoznamu – začlenenie bankových úverov – by sa mal urobiť v tomto časovom rámci:

- Bankové úvery budú akceptovateľné ako kolaterál v úverových operáciách Eurosystému vo všetkých krajinách eurozóny od 1. januára 2007, keď sa zavedú spoločné kritériá akceptovateľnosti a prijme sa Rámec Eurosystému na hodnotenie úverov (Eurosystem credit assessment framework – ECAF). ECAF je súborom postupov a pravidiel, ktoré vymedzujú požiadavku Eurosystému, aby všetok akceptovateľný kolaterál zahrnutý do budúceho jednotného zoznamu spĺňoval náročné úverové štandardy (pozri tiež nižšie).
- Od januára 2007 do 31. decembra 2011 bude fungovať zmiešaný režim, ktorý umožní každej NCB eurozóny stanoviť veľkostný limit nad ktorý budú úvery akceptované na účely zábezpeky a rozhodnúť, či sa bude vyžadovať manipulačný poplatok.
- Dňa 1. januára 2012 sa zavedie jednotný režim využívania bankových úverov ako kolaterálu, so spoločným dolným limitom 500 000 EUR.

V júli 2005 Rada guvernérov schválila všeobecné kritériá akceptovateľnosti, ktoré budú musieť bankové úvery spĺňať, a v novembri 2005 schválila aj hlavné prvky rámca ECAF, ktoré zaručia, že veritelia budú spĺňať vysoké štandardy Eurosystému z hľadiska solventnosti. Práce na implementácii rámca bankových úverov sú už v plnom prúde. Definitívne technické a prevádzkové podklady ohľadom začlenenia bankových úverov budú oficiálne oznámené v prvej polovici roka 2006.



## RIADENIE RIZÍK

Pri výkone úverových operácií na účely menovej politiky alebo platobného styku Eurosystem v súvislosti s možným defaultom zmluvnej strany vstupuje do úverového a trhového rizika. Tieto riziká sa znižujú požadovaním poskytnutia primeraného kolaterálu podľa článku 18.1 štatútu ESCB, spolu s jeho primeraným ocenením a s opatreniami na riadenie rizika.

Rámec ECAF vstúpi do platnosti 1. januára 2007. Opiera sa o štyri zdroje hodnotenia úverovej kvality: o externé inštitúcie hodnotiace úvery, o vnútorné systémy hodnotenia úverov NCB, o systémy založené na internom ratingu zmluvných strán a o ratingové nástroje iných poskytovateľov. Hlavnými zásadami, o ktoré sa rámec ECAF bude opierať, bude zásadovosť, presnosť a porovnateľnosť.

Aby sa zabezpečilo dodržiavanie týchto hlavných zásad, všetky zdroje hodnotenia úverovej kvality budú musieť spĺňať určité kritériá akceptovateľnosti. Aby sa zaručilo, že akceptovateľný kolaterál bude spĺňať minimálne štandardy úverovej spoľahlivosti, bude sa okrem toho aplikovať aj súbor technických podmienok a nástrojov – vrátane procedúry sledovania a vykazovania minimálnych požiadaviek na kvalitu úverov a hodnotenia ich splácania.

Vo vzťahu k referenčnej hodnote úverového rizika bude Eurosystem v zásade akceptovať iba dlhové nástroje veriteľov:

- s ratingom „jedno A“ od jednej z troch hlavných medzinárodných ratingových agentúr, alebo
- pravdepodobnosť defaultu ktorých neprevyšuje 0,10 %; sem patria veritelia zaradení do rizikovej triedy s pravdepodobnosťou defaultu do jedného roka neprevyšujúcou 0,10 %.

Toto vymedzenie sa rovnako týka emitentov súkromného a verejného sektora, ako to vyžaduje článok 102 zmluvy, ktorý zakazuje ECB zvýhodňovať dlhové nástroje verejného sektora.



## 1.2. DEVÍZOVÉ OPERÁCIE

ECB nevykonala v roku 2005 žiadne intervencie na devízovom trhu z menovopolitických dôvodov. Jej devízové operácie sa týkali výhradne investičnej činnosti. ECB nevykonala ani žiadne devízové operácie s menami krajín, ktoré nie sú súčasťou eurozóny a ktoré sa zúčastňujú ERM II.

Stála dohoda medzi ECB a MMF na podporu iniciovania transakcií MMF v mene ECB so zvláštnymi právami čerpania (SDR) s ďalšími vlastníckymi SDR bola v roku 2005 použitá v piatich prípadoch.

## 1.3. INVESTIČNÉ AKTIVITY

Investičné aktivity ECB sú organizované tak, aby sa zabezpečilo, že pri prijímaní investičných rozhodnutí nebude možné využiť žiadne dôverné informácie zvnútra centrálnej banky o jej krokoch v oblasti menovej politiky. Obchodné útvary ECB zapojené do investičných aktivít sú od ostatných prevádzkových útvarov ECB oddelené súborom pravidiel a postupov známych ako čínsky múr.

## RIADENIE DEVÍZOVÝCH REZERV

Portfólio devízových rezerv ECB odráža transfery devízových rezerv z NCB eurozóny do ECB ako aj predchádzajúce devízové

operácie a operácie so zlatom ECB. Hlavným účelom devízových rezerv ECB je podporovať intervencie ECB na devízovom trhu. Cieľmi riadenia devízových rezerv ECB sú v poradí podľa dôležitosti likvidita, bezpečnosť a výnosnosť. V roku 2005 boli devízové rezervy spravované decentralizovane, pričom každá NCB mala v držbe a aktívne riadila určitý podiel portfólia ECB.

Portfólio devízových rezerv ECB pozostáva hlavne z amerických dolárov, avšak zahŕňa aj japonské jeny, zlato a SDR. Zlato a SDR v držbe neboli v roku 2005 aktívne investované. ECB uskutočnila predaje zlata v celkovom objeme 47 ton. Tieto predaje boli v úplnej zhode so Zmluvou centrálnych bánk o zlato (Central Bank Gold Agreement) z 27. septembra 2004, jedným zo signatárov ktorej je ECB. Hodnota oficiálnych devízových aktív ECB v súčasných výmenných kurzoch a v trhových cenách sa zvýšila z 35,1 mld. EUR na konci roka 2004 na 41,0 mld. EUR na konci roka 2005. Zmena hodnoty portfólia v roku 2005 odráža hlavne zhodnotenie amerického dolára a zlata voči euru ako aj kladné výnosy (pozostávajúce z kapitálových ziskov a úrokových príjmov) generované v rámci riadenia portfólia.

V januári 2006 bol zavedený nový operačný rámec riadenia devízových rezerv ECB. K zmenám v tomto rámci došlo s úmyslom zvýšiť účinnosť decentralizovaného výkonu investičných operácií v Eurosysteme. V oblasti operačného riadenia devízových rezerv ECB (t.j. vo výkone investičných operácií s týmito prostriedkami) môže v súčasnosti každá NCB spravovať iba jedno portfólio (t.j. buď dolárové alebo jenové portfólio). Avšak dve NCB spravujú po dvoch portfóliách. Okrem toho sa každá NCB eurozóny môže rozhodnúť pre svoje vyňatie z operačného riadenia devízových rezerv ECB; pritom sa naďalej zapája do činností strategického riadenia portfólií, akým je hodnotenie strategických benchmarkov a rámcov riadenia rizika. NCB eurozóny, ktoré sa rozhodli podieľať sa na operačnom riadení, môžu tieto činnosti tiež združovať.

V roku 2005 pokračovali práce na rozšírení zoznamu akceptovateľných nástrojov, do ktorých je možné devízové rezervy investovať. Začiatkom roka 2006 sa do tohto zoznamu pridali devízové swapy a nástroje US STRIPS<sup>4</sup>. Uskutočnili sa tiež prípravné práce na zavedení úrokových swapov.

#### **RIADENIE VLASTNÝCH ZDROJOV**

Portfólio vlastných zdrojov ECB pozostáva zo splateného podielu upísaného kapitálu a všeobecného rezervného fondu. Účelom tohto portfólia je poskytnúť ECB rezervu na uhradenie prípadných strát. Cieľom jeho riadenia je dlhodobo dosahovať výnosy, ktoré prevyšujú priemernú hlavnú úrokovú sadzbu ECB pre refinančné operácie. V roku 2005 sa zoznam emitentov nástrojov akceptovateľných na účely investovania ďalej rozšíril o segment dlhopisov vyšších správnych orgánov a krytých dlhopisov. Začiatkom roka 2006 sa zoznam investičných možností rozšíril o nadradené nezabezpečené dlhopisy vydané podnikmi finančného sektora s vysokým úverovým ratingom.

Hodnota portfólia vlastných zdrojov ECB v bežných trhových cenách sa zvýšila z 6,1 mld. EUR na konci roka 2004 na 6,4 mld. EUR na konci roka 2005, odrážajúc tým kladné výnosy riadenia portfólia vo forme kapitálových ziskov a úrokových príjmov.

#### **RIADENIE RIZÍK**

Rámec, ktorý používa ECB na zníženie finančných rizík, do ktorých vstupuje (napríklad trhového rizika, úverového rizika a rizika likvidity), je okrem iného implementovaný i prostredníctvom prísnych strategických požiadaviek (akými sú obmedzenia vo vzťahu k durácii, menovej skladbe a minimálnej likvidite portfólia) a podrobného systému limitov, pričom súlad s týmito požiadavkami a limitmi sa denne sleduje a overuje. V roku 2005 sa uskutočnili

4 STRIPS znamená Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (oddelené obchodovanie s kupónom a s nominálom), čo predstavuje cenné papiere vytvorené oddelením istiny dlhopisu od úrokových platieb vo vládnom dlhopise Spojených štátov.



prípravy na implementáciu metódy Value-at-Risk (VaR)<sup>5</sup> ako hlavného nástroja definujúceho prahové hodnoty rizík spojených s obchodnými pozíciami manažérov portfólií vo vzťahu k referenčným benchmarkovým portfóliám ECB. Metóda VaR ponúka viacero konceptuálnych výhod a ako všeobecný ukazovateľ rizika získala vo finančnej sfére širokú popularitu. Dôkazom toho je i význam, ktorý jej prepožičiava Nový bazilejský kapitálový rámec vo vzťahu k výpočtu kapitálových požiadaviek.

5 VaR je definovaná ako strata, ktorá s určitou pravdepodobnosťou nebude prekročená počas vopred definovaného obdobia. Napríklad jednoročná 99-percentná VaR znamená stratu, ktorá sa prekročí do jedného roka s pravdepodobnosťou iba 1 %.

## 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 technických 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.

V auguste 2005 uverejnila ECB principiálne stanovisko nazvané Poskytovanie retailových platobných služieb v eurách úverovým inštitúciám centrálnymi bankami. Odvolávajú sa na podporu, ktorú Eurosystemu pri poskytovaní zúčtovacích služieb v oblasti retailových platieb v eurách úverovým inštitúciám dáva štatút, ECB okrem iného uviedla, že NCB, ktoré ponúkajú úverovým inštitúciám služby v oblasti retailových platieb, náležite zohľadnili potrebu zachovania konkurenčného prostredia na dotknutých trhoch vrátane vyrovnaní nákladov.

V oblasti majetkového prevodu cenných papierov Eurosystem a trh ponúkajú viacero kanálov na uľahčenie cezhraničného použitia kolaterálu.

### 2.1. SYSTÉM TARGET

Súčasný systém TARGET je „systém systémov“, ktorý tvoria národné systémy hrubého zúčtovania v reálnom čase (RTGS) 16 členských krajín EÚ, platobný mechanizmus ECB (EPM) a spojovací mechanizmus, ktorý umožňuje spracovávanie platieb medzi týmito prepojenými systémami.

V roku 2005 prispel TARGET k ďalšej integrácii eurového peňažného trhu, a keďže sa úverové operácie Eurosystemu spracúvajú prostredníctvom tohto systému, naďalej zohrával významnú úlohu v plynulom implementovaní 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, s výhodou sa využíva aj v prípade rôznych iných platieb. V roku 2005 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 zúčtovanie prostredníctvom účtov vedených v centrálnej banke, čo je mimoriadne bezpečný spôsob realizácie platieb. Z celkového objemu platieb veľkej hodnoty v eurách sa v roku 2005 uskutočnilo 89 % prostredníctvom systému TARGET. Systém TARGET slúži na prevody finančných prostriedkov v eurách medzi prepojenými bankami, a to bez horného alebo dolného obmedzenia hodnoty platby. Takéto prevody sa môžu uskutočňovať medzi bankami v jednom členskom štáte (vnútroštátny platobný styk) aj medzi bankami v rôznych členských štátoch (platobný styk medzi členskými štátmi).

Prieskum uskutočnený v roku 2005 ukázal, že k 31. decembru 2004 bolo v systéme TARGET 10 564 účastníkov. Celkovo možno prostredníctvom systému TARGET pomocou bankového identifikačného kódu adresovať platby približne 53 000 inštitúciám, najmä pobočkám účastníkov.

### PREVÁDZKA SYSTÉMU TARGET

V roku 2005 sa počet denne spracovaných platieb v systéme TARGET a ich hodnota zvýšili o 10 %. Prehľad o celkovom platobnom styku uskutočnenom cez systém TARGET v roku 2005 v porovnaní s predchádzajúcim rokom je v tabuľke 12.

V roku 2005 bola celková dostupnosť systému TARGET, t. j. využiteľnosť systému účastníkmi počas prevádzkovej doby bez obmedzujúcich incidentov, 99,83 % (tabuľka 13). V priemere sa 95,59 % platieb medzi členskými štátmi spracovalo do piatich minút.

### ZABEZPEČENIE SYSTÉMOVÝCH DÔLEŽITÝCH PLATIEB

V dôsledku kľúčovej úlohy, ktorú na trhu zohráva systém TARGET, a v dôsledku šírky pokrytia trhu, ktorú systém zabezpečuje, je

**Tabuľka 12 Platby v systéme TARGET <sup>1)</sup>**

Počet platieb	2004	2005	Zmena (%)
<b>Platby spolu</b>			
Celkový počet	69 213 486	76 150 602	9
Denný priemer	267 234	296 306	10
<b>Platby v rámci členských štátov <sup>2)</sup></b>			
Celkový počet	52 368 115	58 467 492	10
Denný priemer	202 193	227 500	11
<b>Platby medzi členskými štátmi</b>			
Celkový počet	16 845 371	17 683 110	5
Denný priemer	65 040	68 806	5
<b>Hodnota platieb (mld. EUR)</b>			
<b>Platby spolu</b>			
Celková hodnota	443 992	488 900	9
Denný priemer	1 714	1 902	10
<b>Platby v rámci členských štátov <sup>2)</sup></b>			
Celková hodnota	297 856	324 089	8
Denný priemer	1 150	1 261	9
<b>Platby medzi členskými štátmi</b>			
Celková hodnota	146 137	164 812	11
Denný priemer	564	641	12

Zdroj: ECB.

1) V roku 2004 bolo 259 prevádzkových dní a v roku 2005 257 prevádzkových dní.

2) Vráťane vzdialených účastníkov.

**Tabuľka 13 Celková dostupnosť systému TARGET**

(%)	2005
<b>Systém RTGS</b>	
EPM (ECB)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
<b>Celková dostupnosť systému</b>	<b>99,83</b>

Zdroj: ECB.

v záujme spoľahlivého a plynulého fungovania 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 2005 centrálné banky (často za spoluúčasti komerčných bánk) uskutočnili viacero ďalších skúšok, a tieto preukázali účinnosť havarijných opatrení systému TARGET. Potvrdili, že Eurosystem dokáže zabezpečiť pokračovanie plynulého chodu platobných systémov a finančných trhov aj v krízových situáciách.

### NAPOJENIE NOVÝCH ČLENSKÝCH ŠTÁTOV NA SYSTÉM TARGET

V októbri 2002 Rada guvernérov rozhodla, že po rozšírení EÚ sa NCB nových členských štátov poskytne možnosť – ale nie povinnosť – pripojiť sa na súčasný systém TARGET. So zreteľom na očakávané ukončenie prevádzky súčasného systému TARGET a v záujme šetriť náklady pripravil Eurosystem alternatívy úplnej integrácie, ktoré umožnia NCB pripojiť svoje systémy na súčasný systém TARGET.

Poľsko bolo prvým novým členským štátom, ktorý sa pripojil k systému TARGET. Dňa 7. marca 2005 sa systém RTGS Narodowy Bank Polski (SORBNET-EURO) na zúčtovanie v eurách pripojil k systému TARGET prostredníctvom systému RTGS, ktorý prevádzkuje Banca d'Italia (BI-REL).

## **VZŤAHY S UŽÍVATEĽMI SYSTÉMU TARGET A S PREVÁDZKOVATEĽMI HRUBÉHO ZÚČTOVANIA V REÁLNO M ČASE INÝCH MENOVÝCH OBLASTÍ**

ESCB udržiava s užívatelmi TARGET-u úzke vzťahy, aby sa mohli riadne zväziť ich potreby a získala sa príslušná odozva. V roku 2005, rovnako ako v predchádzajúcich rokoch, sa konali pravidelné stretnutia medzi 16 NCB napojenými na TARGET a národnými skupinami užívateľov tohto systému. Okrem toho sa uskutočnili spoločné zasadnutia Pracovnej skupiny pre TARGET2 (Working Group on TARGET2) 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 hlavní riadiaci pracovníci 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 vzťahy súvisiace s operáciami Continuous Linked Settlement (nepretržité zúčtovanie obchodov), prinášajú potrebu spoločných diskusií o prevádzkových otázkach.

### **2.2. TARGET2**

Dňa 8. februára 2005 uverejnila ECB prvú správu o pokroku, ktorý sa dosiahol vo vývoji systému TARGET2. Táto správa obsahovala informácie o rozhodnutí Rady guvernérov z decembra 2004 o službách systému TARGET2, všeobecnom cenovom rámci hlavných služieb a o migrácii do tohto systému. Správa obsahovala aj celkový prehľad o plánovaní tohto projektu.

Druhá správa o dosiahnutom pokroku bola uverejnená 21. októbra 2005. Obsahovala rozhodnutia Rady guvernérov, najmä vo vzťahu k plánovanému začiatku prevádzky systému TARGET2, ďalej dátumy jednotlivých migračných okien a ceny za služby združovania likvidity a pomocné zúčtovanie v systéme.

Načrtla aj návrh cien za hlavné služby TARGET2, ktorý sa pred definitívnym rozhodnutím ešte prerokuje s bankovou komunitou. A nakoniec správa podrobne informuje o časovom rozvrhu dennej prevádzky TARGET2 a o ďalšej práci na riešení nepredvídaných situácií.

Hlavné prípravné práce uskutočnené v roku 2005 sa týkali dokončovania funkčných špecifikácií. Dočasná verzia užívateľských špecifikácií (User Detailed Functional Specifications – UDFS) sa dokončila koncom augusta 2005, v úzkej spolupráci s komunitou používateľov systému TARGET. Finálna verzia UDFS (verzia 2.0) sa užívateľom sprístupnila 30. novembra. Finalizácia umožnila dosiahnuť pokrok vo vývoji jednotnej zdieľanej platformy systému TARGET2 a pri je technickej implementácii, ako aj pri adaptovaní interných systémov jednotlivých účastníkov z hľadiska ich pripojenia na nový systém.

Čo sa týka plánovaného dátumu spustenia prevádzky, Rada guvernérov 17. júna 2005 informovala trh o tom, že obdobie intenzívnych konzultácií sa skončilo a že deň začiatku prvého migračného okna by mal nastať v druhom polroku 2007. Po dôkladnom posúdení plánov sa určilo, že dňom začiatku migrácie prvej skupiny krajín bude 19. november 2007. Očakáva sa, že všetky účastnícke centrálné banky systému TARGET2 spolu so svojimi národnými bankovými komunitami začnú systém využívať do mája 2008. Sveriges Riksbank a Bank of England sa rozhodli, že sa k systému TARGET2 nepripoja.

Ďalšou hlavnou pracovnou oblasťou v roku 2005 bola príprava na budúce testovanie a migračné činnosti. Eurosystem odsúhlasil, že migrácia sa rozdelí do štyroch vln, pričom posledná z nich sa vyhradí výlučne mimoriadnym okolnostiam. Každá vlna pozostáva zo skupiny NCB a ich bankových komunít. Plánované dátumy jednotlivých migrácií sú: 19. november 2007, 18. február 2008, 19. máj 2008 and 15. september 2008 (v prípade, že bude potrebné okno pre mimoriadne okolnosti). V máji 2005 Eurosystem uverejnil profily národných migrácií

popisujúcich používanie jednotlivých modulov odo dňa migrácie centrálnych bánk do systému TARGET2. Testovanie s užívateľmi sa uskutoční v súlade s migračnými vlnami. Pri každej vlne sa testy rozdelia do viacerých prúdov, napríklad na úrovni inštitúcií, na úrovni národných bankových komunit a na európskej úrovni. Začiatok testovania s jednotlivými centrálnymi bankami je naplánované na začiatok roka 2007. Koncom októbra 2005 sa na internetových stránkach NCB uverejnil celkový popis testovacích činností užívateľov a organizačných aspektov.

Predpokladaný návrh cien za hlavné služby má dva hlavné ciele. Po prvé by mal zabezpečiť čo najširší prístup k systému, čo znamená, že by nemal odrádzať menšie inštitúcie od priamej účasti v systéme. Po druhé by ceny mali byť atraktívne pre veľkých účastníkov, ktorí majú na transakciách súčasného systému TARGET veľmi veľký podiel. Návrh, ktorý bol prezentovaný v druhej správe o pokroku umožňuje účastníkom vybrať si medzi i) malým mesačným poplatkom vo výške 100 EUR a jednotnou sadzbou 0,80 EUR za transakciu, alebo ii) mesačným poplatkom 1 250 EUR a znižujúcou sa sadzbou v závislosti na objeme transakcie od 0,60 EUR do 0,20 EUR za transakciu. Mesačný poplatok je pevne stanovená suma hradená účastníkmi za každý zúčtovací účet. Podľa predpokladaného cenového návrhu budú priemerné poplatky vo väčšine dotknutých krajín podstatne nižšie, než poplatky v súčasnom systéme TARGET. Všetky centrálné banky, bez ohľadu na dátumy ich migrácie, budú platiť ceny účtované v systéme TARGET2 až potom, keď sa na zdieľanú platformu pripoja krajiny tretej migračnej vlny, t. j. od mája 2008.

Vykonalí sa aj práce spojené so zmluvnými a inými právnymi dôsledkami súvisiacimi so systémom TARGET2, ako aj s prevádzkovým rámcom (napr. riešenia v prípade nepredvídaných okolností a súčinnosť s pomocnými systémami). Eurosystem bude pokračovať v plodnom dialógu a úzkej spolupráci s komunitou účastníkov systému TARGET aj v práci na zostávajúcej časti projektu a bude pravidelne informovať o dosiahnutom pokroku.



### 2.3. CEZHraničné používanie kolaterálu

Akceptovateľné aktíva sa môžu cezhranične použiť ako zábezpeka pri všetkých typoch úverových operácií Eurosystemu hlavne prostredníctvom modelu korešpondenčných centrálnych bánk (CCBM) a prostredníctvom akceptovateľných prepojení medzi systémami zúčtovania cenných papierov (SSS) EÚ. Model CCBM ponúka Eurosystem a akceptovateľné prepojenia sú trhovým riešením.

Hodnota cezhraničného kolaterálu vedeného na účtoch v Eurosysteme vzrástla z 370 mld. EUR v decembri 2004 na 444 mld. EUR v decembri 2005. Na konci roka 2005 predstavoval cezhraničný kolaterál 49,1 % celkového kolaterálu poskytnutého Eurosystemu. Tieto hodnoty potvrdzujú trend zvyšujúcej sa integrácie finančných trhov v eurozóne zaznamenaný v predchádzajúcich rokoch a rastúcej ochoty zmluvných strán držať vo svojich portfóliách aktíva umiestnené v inej krajine eurozóny.

#### MODEL KOREŠPONDENČNÝCH CENTRÁLNYCH BÁNK

CCBM zostáva hlavným prevodovým kanálom cezhraničného kolaterálu v operáciách menovej politiky Eurosystemu a v jeho vnútrodňových úverových obchodoch. Prostredníctvom neho sa realizovalo 36,7 % celkového kolaterálu poskytnutého Eurosystemu v roku 2005. Objem aktív uschovávaných prostredníctvom modelu

CCBM sa zvýšil z 298 mld. EUR z konca roka 2004 na 353 mld. EUR na konci roka 2005.

So zreteľom na blížiacu sa implementáciu nového kolaterálového rámca Eurosystemu, ktorý schválila Rada guvernérov v júli 2005, sa v tomto roku začali práce na revízii technických a prevádzkových základov modelu CCBM. Tento rámec predpokladá jednotný zoznam akceptovateľných aktív a dovoľí využívať bankové úvery ako zábezpeku v ktorejkoľvek krajine eurozóny. Ďalej sa so zreteľom na budúce rozšírenie eurozóny podnikajú počiatočné kroky v záujme integrácie niektorých z nových členských štátov EÚ do rámca CCBM.

Keďže neexistuje úplná trhová alternatíva k službám modelu CCBM, ktorý bol pri absentovaní trhového riešenia pokrývajúceho celú eurozónu navrhnutý ako dočasný, začala ECB analyzovať možné cesty vedúce k vytvoreniu technického prevádzkového rámca správy kolaterálu v Eurosysteme.

#### **AKCEPTOVATEĽNÉ PREPOJENIA MEDZI NÁRODNÝMI SYSTÉMAMI ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV**

Národné systémy SSS môžu byť prepojené na základe zmluvného a prevádzkovo-technického riešenia s cieľom umožniť cezhraničné prevody akceptovateľných cenných papierov. Po prevode akceptovateľných cenných papierov prostredníctvom takéhoto prepojenia do iného SSS sa tieto môžu použiť v rámci domácich postupov rovnako ako akýkoľvek domáci kolaterál. V súčasnosti majú zmluvné strany k dispozícii 59 prepojení, z nich sa však aktívne používa iba obmedzený počet. Navyše tieto prepojenia pokrývajú iba časť eurozóny. Prepojenia sa stanú akceptovateľné, ak splnia deväť užívateľských štandardov.<sup>6</sup> Všetky nové prepojenia alebo zdokonalenia akceptovateľných prepojení posudzuje Eurosystem podľa týchto štandardov. V roku 2005 boli zdokonalené a kladne posúdené tri existujúce akceptovateľné prepojenia.

Objem kolaterálu vedeného na účtoch prostredníctvom týchto prepojení sa zvýšil zo 72 mld. EUR v decembri 2004 na 91 mld.

EUR v decembri 2005, čo predstavovalo 8,6 % z celkového kolaterálu, cezhraničného a domáceho, ktorý bol vedený na účtoch Eurosystemu v roku 2005.

V roku 2005 sa Eurosystem rozhodol, že prenosové prepojenia medzi systémami SSS sa môžu použiť na cezhraničný transfer kolaterálu do Eurosystemu. Prenosové prepojenie je zmluvným a technickým riešením, ktoré umožňuje dvom priamo neprepojeným systémom SSS zúčtovať transakcie prostredníctvom tretieho systému SSS. Aby sa zabránilo tomu, že Eurosystem bude vystavený neprijateľnému riziku, považuje sa prenosové prepojenie používané účastníkmi trhu za akceptovateľné iba vtedy, ak samotné prepojenie a pripájajúce sa systémy SSS spĺňajú užívateľské štandardy Eurosystemu. V tejto súvislosti Eurosystem vypracoval metodiku hodnotenia prenosových prepojení. Prvá vlna hodnotení prenosových prepojení sa začala v roku 2005.

<sup>6</sup> „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“, január 1998.



## 3. BANKOVKY A MINCE

### 3.1. OBEH EUROVÝCH BANKOVIEK A MINCÍ A SPRACOVÁVANIE OBEŽIVA

#### DOPYT PO EUROVÝCH BANKOVKÁCH A MINCIACH

V roku 2005 sa hodnota eurových bankoviek v obehu zvýšila o 63,9 mld. EUR na 565,2 mld. EUR (graf 42). Ročná miera rastu sa znížila na približne 12,8 %, z 15,0 % v roku 2004. Počet bankoviek v obehu sa na konci roka 2005 zvýšil na 10,4 mld., pri ročnej miere rastu 7,4 % v porovnaní s 6,8 % v roku 2004 (graf 43). Štatistické analýzy naznačujú, že tento stále rastúci dopyt po eurových bankovkách má v určitej miere pôvod na trhoch mimo eurozóny. Odhaduje sa, že od 10 % do 20 % eurových bankoviek v obehu je v držbe rezidentov mimo eurozóny, pričom slúžia hlavne ako prostriedok uloženia hodnôt alebo ako paralelná mena.

V roku 2005 rástla hodnota eurových bankoviek v obehu naďalej strmšie, než ich počet, tak ako v každom roku od prechodu na jednotnú menu. Poukazuje to na trvalo rastúci dopyt po eurových bankovkách vyšších nominálnych hodnôt. Typický priebeh rastu jednotlivých nominálov bol podobný ako v roku 2004: počet bankoviek v obehu s nominálnou hodnotou 5, 10, 20 a 200 EUR rástol mierne, od 3,1 % do 3,9 %, a bankoviek 50, 100 a 500 EUR strmšie, po sebe o 11,4 %, 10,8 % a 20,9 % (graf 44).

Rast eurových mincí v obehu z hľadiska počtu aj hodnoty pokračuje od januára 2003. V roku 2005 sa hodnota eurových bankoviek v obehu (čistý obeh, bez zásob uložených v NCB) zvýšila o 8,5 %, z 15,3 mld. EUR na 16,6 mld. EUR. Počet eurových bankoviek v obehu vzrástol o 12,1 %, z 56,2 mld. na 63,0 mld. Tento vysoký rast počtu mincí bol živý najmä rastúcim dopytom po minciach nižšej hodnoty.

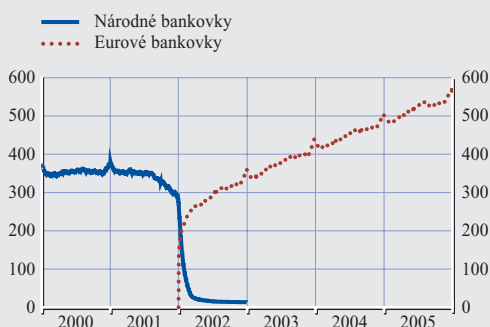
#### SPRACOVÁVANIE BANKOVIEK V EUROSYSTÉME

V roku 2005 pokračoval mierny rastový trend eurových bankoviek vydávaných do obehu a uložených eurových bankoviek, zaznamenaný v predchádzajúcich rokoch. Celkový počet eurových bankoviek vydaných do obehu dosiahol 31,3 mld., pričom do NCB sa ich vrátilo 30,6 mld.

Všetky eurové bankovky, ktoré boli z obehu vrátené do NCB eurozóny, sa kontrolujú z hľadiska ich pravosti a spôsobilosti na ďalší obeh na automatizovaných strojoch na spracovávanie bankoviek. V roku 2005 sa týmto spôsobom skontrolovalo o 1 mld. bankoviek viac než v minulom roku. Približne 4,3 mld. bankoviek bolo zničených, nakoľko boli znečistené alebo opotrebované a teda nespôsobilé na ďalší obeh.

Graf 42 Celková hodnota bankoviek v obehu v rokoch 2000 až 2005

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf 43 Celkový počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2005

(v mld.)

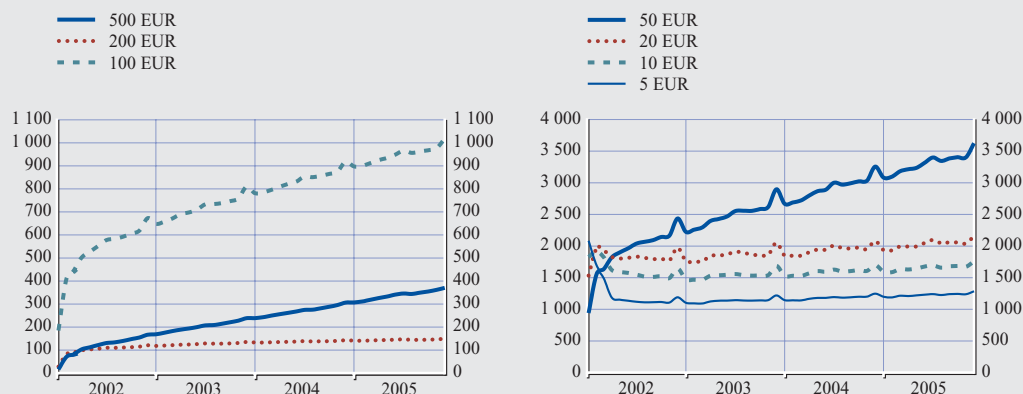


Zdroj: ECB.



**Graf 44 Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2005**

(v mil.)



Zdroj: ECB.

### 3.2. FALŠOVANIE A POTLÁČANIE FALŠOVANIA BANKOVIEK

#### FALZIFIKÁTY EUROVÝCH BANKOVIEK

Počet hlásených falzifikátov eurových bankoviek bol v roku 2005 stabilný. Od začiatku roka 2004 do konca roka 2005 sa mesačne sťahovalo z obehu približne 49 000 falzifikátov. Celkový počet falzifikátov, ktoré prijali Národné analytické centrá<sup>7</sup> v roku 2005, bol 582 000. Tento počet bol podobný ako v roku 2004 (594 000). Verejnosť sa môže na bezpečnosť eura spoľahnúť. Je dobre chránenou menou, a to jednak vďaka dômyselnosti jeho ochranných prvkov aj vďaka účinnej práci európskych a národných orgánov zabezpečujúcich dodržiavanie zákonov. ECB však odporúča verejnosti, aby bola ostražitá a nezabúdala na tzv. test „cítiť-vidieť-nakloniť“<sup>8</sup>. Trend počtu falzifikátov stiahnutých z obehu je

na grafe 45, pričom údaje v grafe sú prevzaté z polročných intervalov od zavedenia eurových bankoviek. Ako ukazuje tabuľka 14, najčastejšie sa falšujú bankovky 50 EUR. Podiel falzifikátov bankoviek 50 EUR sa od roku 2004 zvyšuje a podiel sfaľšovaných bankoviek 100 EUR zodpovedajúco klesá.

#### POTLÁČANIE FALŠOVANIA

V boji proti falšovaniu eura ECB naďalej úzko spolupracuje s NCB eurozóny, s Europolom a s Európskou komisiou (osobitne s Európskym úradom pre boj proti podvodom (European Anti-Fraud Office – OLAF)). Eurosystém v EÚ aj mimo nej aktívne pôsobí v oblasti vzdelávania odborníkov pracujúcich s hotovosťou v odbore rozpoznávania falzifikátov bankoviek a nakladania s nimi.

Medzinárodné centrum pre potláčanie falšovania (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC) vyhodnocuje nové reprografické zariadenia a systémy na potláčanie falšovania a podporuje skupinu vytvorenú centrálnymi bankami na potláčanie falšovania (Central Bank Counterfeit Deterrence Group) (skupina 27

**Tabuľka 14 Štruktúra falzifikátov podľa nominálnej hodnoty**

	5 EUR	10 EUR	20 EUR	50 EUR
Percentuálny podiel	1	7	21	59
	100 EUR	200 EUR	500 EUR	Spolu
Percentuálny podiel	7	4	1	100

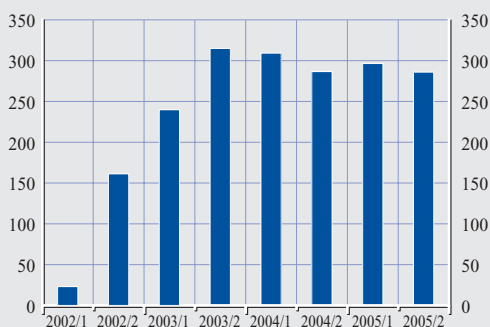
Zdroj: Eurosystem.

<sup>7</sup> Skúšobne zriadené v každom z členských štátov na prvotnú analýzu falšovaných eurových bankoviek na národnej úrovni.

<sup>8</sup> Ďalšie podrobnosti sú na adrese <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.sk.html>.

**Graf 45 Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2005**

(v tisícoch)



Zdroj: Eurosystem.

centrálnych bánk, ktorá pracuje pod záštitou guvernérov centrálnych bánk krajín G10). Rast počtu nasadzovaných systémov na potlačanie falšovania kladie významne vyššie nároky na činnosť ICDC. Vývoj infraštruktúry na podporu boja proti falšovaniu naďalej pokračuje a najmä aktualizovaná internetová stránka [www.rulesforuse.org](http://www.rulesforuse.org) zlepšila komunikáciu medzi emisnými orgánmi a verejnosťou z hľadiska systémov na potlačanie falšovania.

### 3.3. EMISIA A VÝROBA BANKOVIEK

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

Aby sa zabezpečila pravosť bankoviek v obehu a ich spôsobilosť na ďalší obeh, ECB v januári 2005 uverejnila rámec na odhaľovanie falzifikátov a triedenie bankoviek podľa kvality („fitness sorting“ – triedenie bankoviek podľa ich spôsobilosti na ďalší obeh) úverovými inštitúciami a ostatnými subjektmi spracovávajúcimi hotovosť. Rámec vymedzuje všeobecný postup pri vracaní bankoviek prijatých úverovými inštitúciami a ostatnými subjektmi spracovávajúcimi hotovosť od svojich klientov do obehu. Okrem toho poskytuje týmto inštitúciám pomoc pri plnení si povinností podľa článku 6 nariadenia Rady (ES) č. 1338/2001 o odhaľovaní a sťahovaní falzifikátov eurových bankoviek z obehu. Aby

sa zaručila jednotná implementácia tohto rámca v celom Eurosysteme, Rada guvernérov v decembri 2005 zaviedla príslušnú metodickú príručku. Za implementovanie tohto rámca najneskôr do konca roka 2006 budú zodpovedať NCB, pričom zohľadnia vnútroštátnu situáciu (napr. hospodárske prostredie, štruktúru bankového systému, existujúcu sieť pobočiek NCB a úlohu NCB v hotovostnom cykle). Okrem toho sa na prispôbenie pracovných postupov a technických zariadení, ktoré používajú úverové inštitúcie a ostatné subjekty spracovávajúcich hotovosť, zavádza dvojročné prechodné obdobie trvajúce najviac do konca roka 2007.

Kľúčovým prvkom tohto rámca je povinnosť úverových inštitúcií a ostatných subjektov spracovávajúcich hotovosť kontrolovať pravosť a na základe minimálnych štandardov triedenia bankoviek aj kvalitu bankoviek prijatých od klientov a vydávaných ďalším klientom. V prípadoch, keď sa úverové inštitúcie a ostatné subjekty spracovávajúce hotovosť rozhodnú bankovky do obehu nevracať, budú mať naďalej možnosť zabezpečiť si plnenie svojich požiadaviek v oblasti eurových bankoviek prostredníctvom NCB.

Bankovky vydávané úverovými inštitúciami prostredníctvom bankomatov sa budú kontrolovať pomocou zariadení na spracovávanie bankoviek, ktoré z hľadiska zhody s týmto rámcom vyhovel skúškam NCB eurozóny. Aj od ostatných organizácií, ktoré prevádzkujú bankomaty, najmä maloobchodného charakteru, sa očakáva, že budú kontrolovať bankovky podľa týchto štandardov. Eurosystem bude vývoj v tejto oblasti sledovať.

Uvedený rámec tiež ustanovuje, že úverové inštitúcie a ostatné subjekty spracovávajúce hotovosť budú poskytovať NCB informácie o svojich činnostiach v oblasti manipulácie s hotovosťou, aby Eurosystem mohol sledovať dodržiavanie tohto rámca. Rada guvernérov v decembri 2004 rozhodla, že podrobné podklady o zhromažďovaní týchto údajov pripraví Eurosystem po konzultácii s bankovým sektorom. Na tento účel Eurosystem v roku

2005 zriadil spoločnú pracovnú skupinu so zástupcami Pracovnej skupiny pre oblasť hotovosti (Cash Working Group) Európskeho výboru pre platby (European Payments Council) a Európskeho združenia prepravcov cenín (European Security Transport Association). Od inštitúcií, ktoré vracajú eurové bankovky do obehu prostredníctvom bankomatov sa úsporným spôsobom zozbiera isté obmedzené množstvo kľúčových informácií o infraštruktúre hotovostného styku a zistia sa od nich prevádzkové údaje o spracovávaní bankoviek.

#### PRÍPRAVA ROZŠÍRENÉHO PILOTNÉHO PROGRAMU INVENTARIZÁCIE USCHOVÁVANEJ HOTOVOSTI

Nakoľko sa odhaduje, že 10 až 20 % celkovej hodnoty eurových bankoviek je v držbe mimo eurozóny, ECB zvažuje vytvorenie rozšíreného pilotného programu inventarizácie (extended custodial inventory – ECI) týchto bankoviek, za účelom uľahčiť ich medzinárodnú distribúciu a zlepšiť sledovanie ich obehu mimo eurozóny. ECI je hotovostným depozitom udržiavaným súkromnou bankou (banka ECI), ktorá pôsobí ako uschovávateľ meny. Podľa takéhoto programu by banky ECI oznamovali miesto určenia a pôvod bankoviek, ktoré cez ne prejdú, zhromažďovali informácie o zadržaných falzifikátoch a identifikovali bankovky nespôsobilé pre ďalší obeh. Tým by Eurosystemu poskytovali údaje o používaní eurovej meny mimo eurozóny a jej falšovaní. Banky ECI by tiež mohli rozširovať informácie o zavádzaní novej série bankoviek a uľahčiť výmenu starej série. Skôr ako sa prijme definitívne rozhodnutie o zriadení a fungovaní takéhoto programu, ECB zväží spustenie jednoročného pilotného programu ECI s dvoma juhoázijskými bankami.

#### VÝROBA BANKOVIEK

V roku 2005 sa vyrobilo 3,63 mld. eurových bankoviek v porovnaní s 1,6 mld. v roku 2004. Uvedený nárast výroby v roku 2005 odrážal tieto faktory: i) zníženie skladových zásob NCB v roku 2004, ii) zvýšenie počtu bankoviek v obehu v roku 2005, iii) nárast počtu bankoviek v obehu vyžadujúcich výmenu a iv) rozhodnutie vyrobiť v roku 2005 istú časť budúcej potreby bankoviek. Na základe tohto rozhodnutia by sa mali

**Tabuľka 15 Výroba eurových bankoviek v roku 2005**

Nominálna hodnota	Počet (v mil. kusov)	NCB zadávajúce objednávky na výrobu
5 EUR	530	FR
10 EUR	1 020	DE, GR, IE, AT
20 EUR	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 EUR	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	90	IT
200 EUR	-	-
500 EUR	190	DE, LU
Spolu	3 630	

Zdroj: ECB.

v budúcich rokoch zredukovať predpokladané výrobné špičky a malo by sa umožniť efektívnejšie využívanie výrobných kapacít.

Rozdeľovanie výroby bankoviek sa v roku 2005 naďalej zakladalo na decentralizovanom výrobnom scenári s tzv. poolingom, ktorý bol prijatý v roku 2002. Podľa tejto dohody každá NCB eurozóny zodpovedá za obstaranie prideleného podielu z celkovej potreby bankoviek určitých nominálnych hodnôt. Rozdelenie výroby bankoviek v roku 2005 je zhrnuté v tabuľke 15.

#### DRUHÁ SÉRIA EUROVÝCH BANKOVIEK

Po schválení rámcového plánu prípravy, tlače a vydávania do obehu druhej série eurových bankoviek Radou guvernérov sa práce na tomto projekte začali a rýchlo postupujú. Hlavnými fázami projektu sú: vymedzenie funkčných a technických požiadaviek rôznych skupín používateľov bankoviek, uskutočnenie prevádzkových skúšok so zreteľom na identifikáciu možných problémov pri hromadnej tlači, navrhovanie a schvaľovanie dizajnu bankoviek, skúšobná výroba, hromadná tlač a etapové vydávania bankoviek do obehu.

Na základe prieskumu trhu a konzultácií s európskymi združeniami spotrebiteľov a Európskou úniou nevidiacich (European Blind Union) sa vypracúvajú základné funkčné požiadavky kladené na nové bankovky vrátane užšieho zoznamu ochranných prvkov. Do konzultačného procesu je zapojený európsky bankový sektor, sektory prepravcov cenín,

maloobchodu a predajných automatov, a tiež združenie výrobcov technických zariadení na spracovávanie bankoviek.

Očakáva sa, že prvá bankovka novej série bude vydaná do obehu koncom tohto desaťročia. Presné načasovanie a postupnosť vydávania do obehu bude závisieť od pokroku, ktorý sa dosiahne v procese inovácie ochranných prvkov, a od situácie v oblasti falšovania. Súčasná škála nominálnych hodnôt eurových bankoviek zostane v druhej sérii zachovaná a dizajn sa bude námetovo zakladať na „historických obdobiach a staviteľských štýloch“ súčasnej série.



## 4. ŠTATISTIKA

ECB s pomocou NCB zhromažďuje, kompiluje a uverejňuje širokú škálu štatistík, ktoré podporujú menovú politiku eurozóny, ako aj rôzne iné činnosti ESCB. V roku 2005, podobne ako v predchádzajúcich rokoch, boli štatistické údaje poskytované plynule. Okrem toho sa v súlade so strednodobou stratégiou ECB v tejto oblasti prístupili nové štatistické produkty a ECB naďalej prispievala k harmonizácii štatistických koncepcií a k podpore ich dodržiavania v spolupráci s inštitúciami spoločenstva a inými medzinárodnými organizáciami.

### 4.1. CELKOVÝ ŠTATISTICKÝ VÝVOJ V EUROZÓNE

Za posledných niekoľko rokov sa v oblasti zabezpečovania nových štatistík za eurozónu dosiahli významné výsledky. Cieľom štatistického rámca eurozóny je predvídavo sa prispôbovať neustálym zmenám na finančných trhoch a všeobecne v ekonomike, venujúc pritom pozornosť zostávajúcim medzerám v štatistickej oblasti identifikovaným používateľmi v eurozóne a mimo nej. Pri dosahovaní týchto cieľov sa ECB pevne hlási k úspornosti v nákladovej oblasti a k minimalizácii nárokov spojených s vykazovaním. Preto sa návrhy nových alebo podstatne pozmenených štatistických produktov hodnotia z hľadiska nákladov a prospešnosti pre vykazujúce subjekty, štatistikov a používateľov.

Najvyššia priorita sa dáva dizajnu a kompilovaniu systému štvrtročných finančných a nefinančných účtov za eurozónu v sektorovom členení, ktorý Eurosystem pripravuje spolu s Európskou komisiou (Eurostat) a s národnými štatistickými úradmi (NSI). Očakáva sa, že tento integrovaný systém účtov bude hotový v roku 2007. Odhalí vzájomné vzťahy medzi rôznymi sektormi ekonomiky, menovite medzi nefinančnými spoločnosťami, finančnými spoločnosťami, štátnou správou a domácnosťami a medzi týmito sektormi spolu a zvyškom sveta. Poskytne rámec pre analýzy väzieb medzi finančným a nefinančným vývojom ekonomiky, najmä vo vzťahu k bilančným položkám, akými sú úspory a investície domácností a podnikov, deficit štátnej správy a HDP. Postupne by sa

mal získať hlbší pohľad na rôzne transmisné kanály menovej politiky a mali by sa dať lepšie analyzovať dopady ekonomických šokov na eurozónu. A nakoniec by štvrtročné účty za eurozónu mali umožniť sledovať širokú škálu štatistík a kľúčových ukazovateľov v jednotnom a koherentnom makroekonomickom účtovnom rámci.

ECB vyvíja tiež rámec na zhromažďovanie harmonizovaných štatistík o nepeňažných finančných sprostredkovateľoch (bez poisťovacích spoločností a dôchodkových fondov) s osobitným zameraním na investičné fondy, čím reaguje na rastúci význam úlohy týchto inštitúcií na finančných trhoch eurozóny.

Ďalším hlavným prvkom strednodobej stratégie ECB v oblasti štatistiky sú prípravy na budúce rozšírenie eurozóny. ECB úzko spolupracuje s NCB členských štátov nepatriacich do eurozóny s cieľom zabezpečiť, aby odo dňa, keď tieto krajiny vstúpia do eurozóny, vykazovali tú širokú škálu údajov, za ktoré je ECB bezprostredne zodpovedná. Na prenos relevantných podkladových údajov zo všetkých členských štátov EÚ sa prijala celková stratégia, ktorá zabezpečí, aby boli k dispozícii dostatočne dlhé časové rady pre všetky možné prípady rozšírenia eurozóny.

ECB úzko spolupracuje s Eurostatom a s ostatnými medzinárodnými organizáciami a aktívne sa zapája do pokračujúceho zdokonaľovania celosvetových štatistických štandardov, akým je Systém národných účtov (SNA 93) a Manuál platobnej bilancie MMF. Ďalší vývoj a aplikovanie medzinárodne odsúhlasených štatistických štandardov, ako aj pravidiel, ktorými sa riadi oblasť štatistiky, dáva možnosť kompilovať účelné súhrny za eurozónu, umožňuje porovnania medzi krajinami a prispieva k spoľahlivosti a nezávislosti oficiálnych štatistík.



## 4.2. NOVÉ A ROZŠÍRENÉ ŠTATISTIKY

Novelizované nariadenie ECB o konsolidovanej súvahe PFI vstúpilo do platnosti 1. januára 2005. Toto nariadenie zaväzuje úverové inštitúcie a podielové fondy peňažného trhu pokračovať vo vykazovaní údajov o vkladoch a pôžičkách v nominálnom vyjadrení, bez ohľadu na aplikovanie Medzinárodných štandardov pre finančné účtovníctvo, čím sa zabezpečí zachovanie koncepcnej základne menových štatistík.

Od januára 2005 uverejňuje ECB platobnú bilanciu eurozóny a jej medzinárodnú investičnú pozíciu v geografickom členení. Medzinárodná investičná pozícia sa od apríla 2005 uverejňuje štvrťročne. Tieto nové štatistiky umožňujú hlbší pohľad na pôsobenie cezhraničných transakcií a zahraničných pozícií na ekonomiku eurozóny.

V septembri 2005 začala ECB uverejňovať štatistické ukazovatele merajúce stupeň integrácie hlavných finančných trhov eurozóny, konkrétne peňažného, dlhopisového, akciového a bankového trhu. Tieto ukazovatele siahajú od poskytovania retailových pôžičiek až po korporátne obchodovanie s akciami (kapitola 3, časť 3).

V právnom rámci ECB došlo k niekoľkým ďalším zmenám, ktoré v budúcnosti umožnia uverejňovať nové štatistiky. V rámci uvedenej stratégie, zameranej na kompilovanie integrovaného súboru štvrťročných finančných a nefinančných účtov eurozóny v sektorovom členení, Rada guvernérov novelizovala usmernenie ECB o štvrťročných finančných účtoch. Tým sa od roku 2006 zabezpečí komplexnejšie a včasnejšie poskytovanie štvrťročných finančných účtov s úplným členením podľa sektorov a nástrojov a zabezpečia sa informácie o vzájomných vkladoch a pôžičkách sektorov (od roku 2008). Navyše prijatie usmernenia ECB o štatistike štátnych financií uľahčilo integráciu štatistík štátnej správy do štvrťročných účtov eurozóny v sektorovom členení. Štvrťročné údaje o verejnom dlhu a úprave deficit/dlh za eurozónu sa uverejňujú od novembra 2005.



V súlade so záväzkom ECB zlepšiť dostupnosť a kvalitu štatistík za eurozónu prijala Rada guvernérov v roku 2005 opatrenia, ktoré – výlučne na štatistické účely – umožnia výmenu dôverných informácií medzi štatistickými orgánmi. Zdieľanie štatistických informácií – v podmienkach prísneho utajenia – zabráni vznášať voči vykazujúcim subjektom viacnásobné požiadavky na poskytnutie tých istých informácií.

Rada guvernérov súhlasila tiež so zámerom Európskej komisie zvýšiť limitnú hodnotu platieb v eurách v EÚ vykazovanú v platobných bilanciách, aby prispela k úspechu jednotnej oblasti platieb v eurách (kapitola 3). Podľa tohto návrhu by už banky od januára 2008 neboli povinné oznamovať cezhraničné platby klientov v eurách do 50 000 EUR.

V roku 2005 sa dosiahli ďalšie zlepšenia v oblasti rozširovania a dostupnosti štatistík. V prípade niektorých štatistík sa na internetových stránkach ECB a väčšiny NCB eurozóny sprístupnili tabuľky obsahujúce súhrnné údaje za eurozónu a aj všetky národné príspevky k týmto súhrnom. Pokračovali aj práce na uľahčení prístupu politických činiteľov, médií, analytikov, vedeckých pracovníkov a ostatných používateľov k štatistickým informáciám na internetovej stránke ECB. Práce sú naplánované tak, aby sa ukončili v druhej polovici roka 2006.



### 4.3. ŠTATISTICKÉ PRODUKTY NA POSUDZOVANIE KONVERGENCIE

V zmluve sa uvádza, že ECB a Európska komisia vypracúvajú konvergenčné správy aspoň raz za dva roky alebo na požiadanie niektorého z členských štátov, ktoré nie sú členmi eurozóny. Ďalšie konvergenčné správy budú uverejnené v roku 2006.

Štatistické údaje potrebné na zistenie, v akej miere plnia nové členské štáty konvergenčné kritériá cenového vývoja, rozpočtového hospodárenia, výmenných kurzov a dlhodobých úrokových mier, poskytuje Eurostat. ECB spolu s NCB dotknutých členských štátov pomáha Eurostatu pri poskytovaní štatistík dlhodobých úrokových mier a zhromažďuje a kompiluje ďalšie štatistické údaje, ktoré dopĺňujú tieto štyri základné ukazovatele.

Keďže posudzovanie pokroku v oblasti konvergencie rozhodujúcim spôsobom závisí od kvality a integrity jednotlivých štatistík ECB starostlivo sleduje najnovší vývoj v oblasti kompilovania a vykazovania štatistík, najmä štatistík štátnych financií. V tejto súvislosti ECB víta iniciatívy Európskej komisie z roku 2005 v oblasti implementovania Kódexu postupov pre Eurostat a NSI. Očakáva sa, že dodržiavanie tohto kódexu posilní nezávislosť, integritu a zodpovednosť konania štatistických orgánov spoločenstva a členských štátov, čo je rozhodujúcim aspektom prípravy vysokokvalitných a spoľahlivých štatistických produktov v EÚ.

## 5. EKONOMICKÝ VÝSKUM

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

### 5.1. VÝSKUMNÝ PROGRAM

Výskumný program na rok 2005 možno rozčleniť do šiestich hlavných oblastí: makroekonómia a menová ekonómia, medzinárodná ekonómia a financie, finančná stabilita, finančná integrácia, makroekonomické modelovanie a prognostické nástroje a všeobecné ekonomické a štrukturálne otázky.

V oblasti makroekonómie a menovej ekonómie sa projekty dokončené v roku 2005 zameriavali na vysvetľovanie rizikových prémie obsahnutých vo výnosoch dlhopisov prostredníctvom ekonomických fundamentov, čo umožňuje presnejšie extrahovať trhové inflačné očakávania a analyzovať nericardovské domácnosti a nedokonalosti finančných trhov, akými sú napríklad úverové obmedzenia a ich úloha v menovom transmisnom mechanizme. Ďalšími skúmanými témami bol význam pohybov cien aktív pre menovú politiku, určovanie vhodných menovopolitických pravidiel, úloha peňazí, význam komunikovania centrálnych bánk a rozdiely v hospodárskom vývoji medzi regiónmi eurozóny.

V oblasti medzinárodnej ekonómie a financií sa výskum zameriaval na prenos výmenných kurzov, medzištátnu transmisiu šokov, účasť na rizikách v menovej únii, determinanty globálnych nerovnováh a na informácie získané z výnosovej krivky.

Výskum v oblasti otázok finančnej stability sa zameriaval na vývoj nových technických postupov merania rizika bankovej nestability. V oblasti finančnej integrácie sa hlavná časť

výskumu realizovala v oblasti navrhovania a spôsobu výpočtu ukazovateľov finančnej integrácie v eurozóne a v nových členských štátoch EÚ (box 10). Dokončil sa aj výskum faktora spoločenského prospechu systému TARGET2.

V súvislosti s novým modelom ECB pre celú eurozónu sa v roku 2005 zaznamenal významný pokrok v oblasti makroekonomického modelovania. Tento model bol vyvinutý v súlade s najnovším vývojom v oblasti makroekonomickej teórie. Na rozdiel od predchádzajúcich modelov sa nová generácia makroekonometrických modelov, známych ako dynamické stochastické rovnovážne modely (DSGE), v podstatne väčšej miere opiera o mikroekonomické základy a umožňuje podrobnejšie analyzovať poruchy v ekonomike. Výsledky technických prác na novom modeli pre celú zónu, spolu s prvými empirickými výsledkami iného modelu DSGE so začlenenými menovými a finančnými premennými, boli predstavené na spoločnej konferencii Rady guvernérov Federálneho rezervného systému a MMF v decembri 2005.

Vykonal sa aj ďalšie práce na zlepšení krátkodobých projekcií inflácie a rastu HDP v eurozóne. Išlo pritom o analýzu prenosu šokov v rámci krajín, sektorov a priemyselných odvetví, skúmanie prognostickej sily „globálnych“ inflačných trendov a zisťovanie vhodných procedúr na výber modelov. Ďalší výskum sa zameriaval na komparatívne výhody prognózovania agregovaných a rozložených radov a na zisťovaný informačný obsah údajov opakujúcich sa s veľkou frekvenciou.

V oblasti všeobecných hospodárskych a štrukturálnych otázok vyjasnil výskum v roku 2005 vplyv inštitúcií pracovného trhu, faktory vplyvajúce na ponuku pracovných síl a rozdiely v dynamike tokov pracovných síl a v reálnych mzdách medzi jednotlivými štátmi. Ďalej sa skúmali účinky fiškálnych reforiem, najmä vo vzťahu k novým členským štátom EÚ.

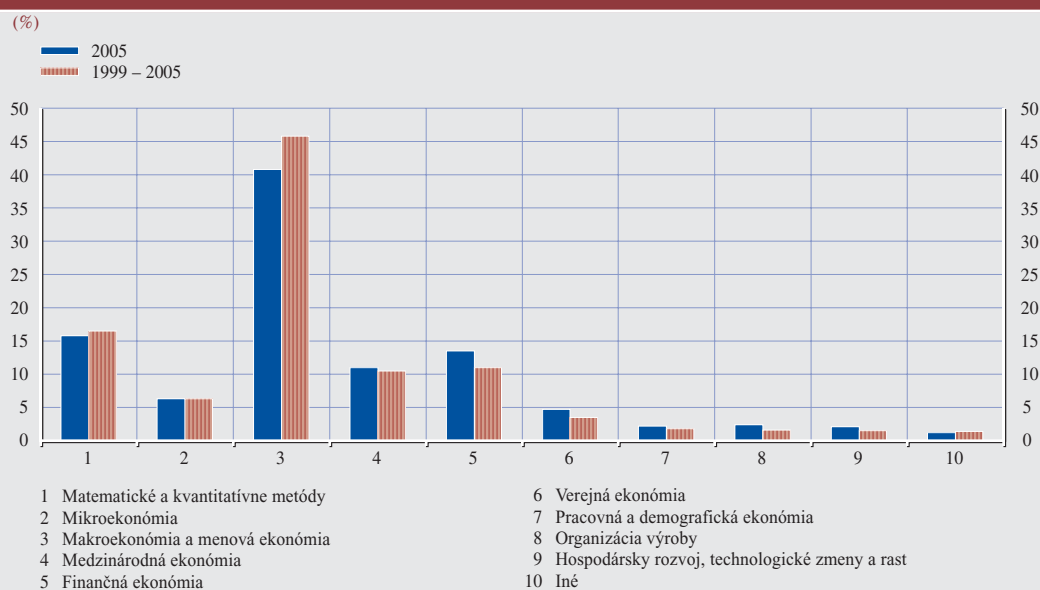
Väčšina výsledkov výskumných činností uskutočňovaných v ECB alebo v spolupráci

s ňou bola prezentovaná vo výskumných prácach radu Working Papers ECB, v menšej miere vo forme príležitostných štúdií (Occasional Papers), a tiež na rôznych konferenciách a workshopoch. V roku 2005 bolo uverejnených 145 študijných prác ECB (na porovnanie 126 v roku 2004). Na vypracovaní 68 prác (72 v roku 2004) sa zúčastňovali zamestnanci ECB a 77 prác (54 v roku 2004) vypracovali iní vedeckí pracovníci v kontexte programov študijných pobytov alebo konferencií organizovaných ECB. Značný počet výskumných prác Working Papers, vypracovaných pracovníkmi ECB, bol od začatia vydávania tohto radu v roku 1999 uverejnený, resp. ich uverejnenie sa očakáva vo vedeckých časopisoch (123) alebo v knižných publikáciách (22). Pri veľkých časových oneskoreniach, ku ktorým dochádza v dôsledku procesu porovnávaní s podobnými publikovanými článkami, sa očakáva, že tento už i tak významný podiel v roku 2006 vzrastie. Graf 46 ilustruje zreteľnú orientáciu ECB na strategicky významný výskum. Výskumné práce ECB sú rozčlenené na jednotlivé tematické oblasti podľa klasifikačných kategórií Journal of Economic Literature. V študijných prácach ECB je najviac zastúpená oblasť „makroekonómia a menová

ekonómia“, po nej nasledujú „matematické a kvantitatívne metódy“, „finančná ekonómia“ a „medzinárodná ekonómia“.

V priebehu roku usporiadala ECB viacero konferencií a workshopov, napríklad workshop „Implementácia menovej politiky v eurozóne: poučenia z minulosti a výzvy do budúcnosti“, konferenciu „Ako pôsobí HMÚ na eurozónu a jej členské krajiny?“ a spoločný workshop s Centrom pre výskum európskej politiky (CEPR) „Trhy práce v rozšírenej Európskej únii: čím by sa zvýšila zamestnanosť?“, workshop ECB a BIS „Makroekonomické modelovanie a časová štruktúra úrokových mier“, deviatu výročnú konferenciu CEPR a organizácie European Summer Institute „Štrukturálne reformy a hospodársky rast“, štvrtú spoločnú konferenciu centrálnych bánk „Riadenie rizika a systémové riziko“ uskutočnenú spolu s Bank of Japan a Radou guvernérov Federálneho rezervného systému a konanú pod záštitou Výboru pre globálny finančný systém (Committee on the Global Financial System) a štvrtý workshop o prognostických postupoch s názvom „Hodnotenie prognóz a podmienené prognózy“.

**Graf 46 Príspevky v ECB Working Papers podľa klasifikácie Journal of Economic Literature**



Zdroj: ECB.

## 5.2. VÝSKUMNÉ SKUPINY

Výskumná činnosť ECB sa často vykonáva v rámci organizovanej spolupráce. 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 Eurosystemu, bola vytvorená v roku 2003 s cieľom analyzovať dynamiku inflácie v eurozóne a v jednotlivých národných ekonomikách. Skupina svoje práce dokončila v roku 2005. Na štúdium fenoménu pretrvávania inflácie a cenových úprav využívala celý rad rôznych informácií, napríklad individuálne a sektorové údaje o spotrebiteľských cenách a cenách výrobcov, makroekonomické miery inflácie a výsledky prieskumov. V roku 2005 v rade Working Papers ECB vyšlo 23 výskumných prác z oblasti činnosti tejto skupiny. Spätná väzba od akademickej obce sa získala pri prezentáciách uskutočnených pri príležitosti výročného zhromaždenia združenia American Economic Association a výročného kongresu European Economic Association (ďalšie podrobnosti sú v boxe 4).

Skupina Euro Area Business-Cycle Network, ktorá bola zorganizovaná v spolupráci s CEPR, je fórom pre štúdium hospodárskych cyklov eurozóny. Spája vedeckých pracovníkov z akademickeho prostredia, centrálnych bánk a z iných inštitúcií. V roku 2005 zorganizovala táto skupina tretí cyklus školení zameraných na témy z oblasti aplikovaných časových radov a prognózovania, ktorý usporiadala Banca d'Italia. Pripravili sa aj dva workshopy, prvý o potrebe databázy v reálnom čase pre eurozónu, ktorý usporiadala Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, a druhý o produktivite a hospodárskych cykloch



v eurozóne a v Spojených štátoch, ktorý usporiadala Suomen Pankki – Finlands Bank. Výsledky výskumov tejto skupiny sú k dispozícii v on-line databáze výskumných prác (251 štúdií) a v rade diskusných článkov uverejňovaných spoločne 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 podporu strategicky dôležitého výskumu integrácie európskych finančných systémov a ich medzinárodných väzieb. ECB a CFS rozhodli, že činnosť tejto skupiny bude pokračovať až do roku 2007 a jej priority rozšírili o tri oblasti: (i) vzťah medzi finančnou integráciou a finančnou stabilitou, (ii) prístupenie do EÚ, finančný vývoj a finančná integrácia a (iii) modernizácia finančných systémov v Európe a jej hospodársky rast. Výskumný program Lamfalussy Fellowship, vytvorený v rámci tejto skupiny, bol tiež rozšírený na uvedené oblasti. V roku 2005 Oesterreichische Nationalbank bola hostiteľkou a spoluorganizátorkou viadskej konferencie výskumnej skupiny ECB-CFS o finančnom vývoji, integrácii a stabilite v strednej, východnej a v juhovýchodnej Európe (ďalšie podrobnosti sú v boxe 10).



## 6. OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI

### 6.1. DODRŽIAVANIE ZÁKAZU MENOVÉHO FINANCOVANIA A PRIVILEGOVANÉHO PRÍSTUPU

Podľa článku 237 (d) zmluvy sa ECB zveruje úloha monitorovať dodržiavanie zákazov vyplývajúcich z 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 alebo orgánom Európskeho spoločenstva možnosť prečerpania alebo akýkoľvek iný typ úveru, ako aj priamo od nich kupovať dlhové nástroje. Článok 102 zakazuje všetky 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 a verejným sektorom ostatných členských štátov centrálnymi bankami EÚ na sekundárnom trhu. 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.

V roku 2005 Rada guvernérov zistila dva prípady neplnenia uvedených požiadaviek zmluvy a nadväzujúcich nariadení Rady. Banca d'Italia a Oesterreichische Nationalbank ohlásili nákup dlhových cenných papierov emitovaných Európskou investičnou bankou (EIB) na primárnom trhu. Dňa 13. októbra 2005 Banca d'Italia kúpila cenné papiere denominované v USD na účely riadenia devízových rezerv v hodnote 10 mil. USD. 14. septembra 2005 Oesterreichische Nationalbank kúpila cenné papiere EIB denominované v EUR v hodnote 200 mil. EUR. Nakoľko Európska investičná banka je orgánom spoločenstva, takéto kúpy sú porušením zákazu menového financovania podľa článku 101 zmluvy a nariadenia Rady

(ES) č. 3603/93. Banca d'Italia predala 8. marca 2006 dlhové cenné papiere EIB, ktoré kúpila na primárnom trhu. Oesterreichische Nationalbank predala koncom októbra 2005 dlhové cenné papiere EIB, ktoré kúpila na primárnom trhu. Navyše, obe NCB okamžite prijali opatrenia, aby sa podobné prípady v budúcnosti neopakovali.

V roku 2004<sup>9</sup> Rada guvernérov zistila jeden prípad neplnenia uvedených požiadaviek zmluvy a nadväzujúcich nariadení Rady národnou centrálnou bankou. V súvislosti s veľkými objemami národných mincí vracaných do NCB v dôsledku zavedenia eurových bankoviek a mincí, ktoré sa uskutočnilo 1. januára 2002, prekročovala Bank of Finland v čase od októbra 2001 do februára 2004 desaťpercentný limit mincí v obehu, ktorý ustanovuje článok 6 nariadenia Rady (ES) č. 3603/93. Tento stav sa však v marci 2004 v plnej miere napravil a odvtedy sú ustanovenia zmluvy dodržiavané.

### 6.2. PORADENSKÉ FUNKCIE

Článok 105(4) zmluvy vyžaduje, aby sa všetky navrhované legislatívne akty Európskeho spoločenstva a národné legislatívne akty spadajúce do oblasti pôsobnosti ECB s ňou prekonzultovali.<sup>10</sup> 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 júni 2005 ECB uverejnila „Príručku pre národné orgány na konzultovanie ustanovení návrhov legislatívnych aktov s Európskou centrálnou bankou“ (Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions),

<sup>9</sup> Prípady týkajúce sa roku 2004 sa v tejto Výročnej správe uvádzajú preto, že príslušné šetrenie ECB skončilo po redakčnej uzávierke údajov Výročnej správy za rok 2004.

<sup>10</sup> Podľa protokolu o niektorých opatreniach týkajúcich sa Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska pripojeného k zmluve sa povinnosť konzultovať s ECB na Spojené kráľovstvo nevzťahuje.

ktorej účelom je poskytnúť národným orgánom praktickú pomoc a informácie.

V roku 2005 prijala ECB 61 stanovísk, z nich 13 bolo odpoveďou na konzultácie Rady EÚ a 48 na konzultácie národných orgánov. Počet prijatých stanovísk v roku 2004 bol 39, pričom zvýšenie je dôsledkom konzultácií viacerých členských štátov v priebehu ich prvého celého roka členstva v EÚ. Zoznam stanovísk prijatých v roku 2005 je prílohou tejto výročnej správy.

Vo svojich stanoviskách k novým nariadeniam Rady EÚ o monitorovaní a o postupe pri nadmernom deficite, ktoré upravujú Pakt stability a rastu<sup>11</sup>, ECB zdôraznila, že zdravé rozpočtové politiky sú základom úspechu HMÚ a nevyhnutnou podmienkou makroekonomickej stability, hospodárskeho rastu a súdržnosti eurozóny. Okrem toho ECB považuje za potrebné trvať na tom, aby sa dodržiaval vierohodný postup pri nadmernom schodku, vrátane presne vymedzeného časového rámca (tiež kapitola 4, časť 1.1). S ECB sa konzultovalo aj nariadenie Rady o budúcom prijatí eura novými členskými štátmi.<sup>12</sup> ECB usúdila, že maximálna dĺžka prechodného obdobia od zavedenia eura ako novej meny členských štátov do zavedenia eurových bankoviek a mincí nemá presahovať tri roky, a odporúča ešte kratšie prechodné obdobia. ECB zdôraznila aj dôležitosť požiadavky, aby názov jednotnej meny bol vo všetkých oficiálnych jazykoch EÚ rovnaký, berúc na zreteľ existenciu rôznych abecied.<sup>13</sup>

Národné orgány – vrátane národných orgánov Talianska, Litvy, Slovenska a Španielska – naďalej konzultovali s ECB otázky týkajúce sa nezávislosti NCB ako členov ESCB<sup>14</sup>, ako aj zmeny a doplnky k estónskemu, lotyšskému, litovskému, slovenskému a švédskemu štatútu centrálnej banky, ktorých potreba sa prejavila v súvislosti s Konvergenčnou správou ECB 2004.<sup>15</sup> Národné orgány konzultovali s ECB aj záležitosti týkajúce sa dodržiavania zákazu menového financovania podľa článku 101 zmluvy, vrátane návrhu zákona oprávňujúceho Oesterreichische Nationalbank uložiť na zvláštny účet v MMF vklad v prospech Fondu

na zníženie chudoby a podporu hospodárskeho rastu (Poverty Reduction and Growth Facility) krajín postihnutých prírodnými katastrofami<sup>16</sup> a návrhu zákona oprávňujúceho Banca d'Italia poskytnúť Republike Libanon úverovú linku<sup>17</sup>. ECB usúdila, že návrh rakúskeho zákona je v súlade so zákazom menového financovania, nakoľko spadá pod výnimku z práva Spoločenstva týkajúcu sa financovania záväzkov verejného sektora voči MMF národnými centrálnymi bankami.<sup>18</sup> V prípade návrhu talianskeho zákona však usúdila, že navrhované poskytnutie prostriedkov by bolo formou menového financovania, ktoré zakazuje zmluva. Tento návrh zákona potom talianske orgány stiahli.

Národné orgány konzultovali s ECB legislatívne návrhy týkajúce sa rámca dohľadu nad finančným trhom.<sup>19</sup> Vo svojom stanovisku k návrhu zákona, ktorý ustanovuje Českú národnú banku ako jediný orgán dohľadu nad finančným trhom, vyjadrila ECB názor, že v prostredí zvyšujúceho sa stierania tradičných hraníc medzi bankovým sektorom, sektorom obchodovania s cennými papiermi a poisťovacím sektorom, ako aj rezultujúcich výziev, pred ktorými stojí dohľad nad obozretným podnikaním a stabilita finančného systému, si jedna NCB zodpovedná za všetky finančné trhy poradí lepšie ako viacero orgánov dohľadu s právomocami obmedzenými na jednotlivé finančné sektory. V rámci osobitnej konzultácie týkajúcej

11 CON/2005/18 a CON/2005/17 z 3. júna 2005.

12 CON/2005/51. Aj národné orgány niektorých nových členských štátov, vrátane Litvy a Slovinska, konzultovali s ECB národné legislatívne návrhy umožňujúce budúce prijatie eura v týchto členských štátoch (CON/2005/38 and CON/2005/57).

13 S ECB sa konzultovali aj iné návrhy dôležitých zákonov EÚ, o ktorých sa hovorí na iných miestach v tejto výročnej správe. Patrí sem návrh nariadenia o kapitálovej primeranosti (CON/2005/4) a návrh nariadenia Rady o rozhodnutí týkajúcom sa podpísania Haagskej konvencie o cenných papieroch držaných sprostredkovateľmi (CON/2005/7). Ďalšie podrobnosti sú v kapitole 3, časť 2.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Podľa článku 7 nariadenia Rady (ES) č. 3603/93 z 13. decembra 1993, ktorý podrobne vymedzuje aplikovanie zákazu podľa článku 101 zmluvy.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.



sa českého návrhu zákona o platobnej neschopnosti<sup>20</sup> ECB privítala skutočnosť, že návrh zákona uznáva zodpovednosť Českej národnej banky za dohľad nad bankami, ktoré sú vo finančných ťažkostiach, a za rozhodovanie o tom, kedy by sa malo začať konanie o platobnej neschopnosti voči takýmto bankám.

2002 ECB naďalej zodpovedá za spravovanie prijímania a poskytovania úverov Európskeho spoločenstva v rámci mechanizmu strednodobej finančnej pomoci (Medium-Term Financial Assistance). V roku 2005 ECB neuskutočnila žiadny výkon v tejto oblasti. Saldo na konci roka 2004 bolo nulové a nové operácie sa v roku 2005 neuskutočnili.

### 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 20 CON/2005/36.

#### Box 9

#### SLUŽBY EUROSISTÉMU V OBLASTI SPRÁVY REZERV

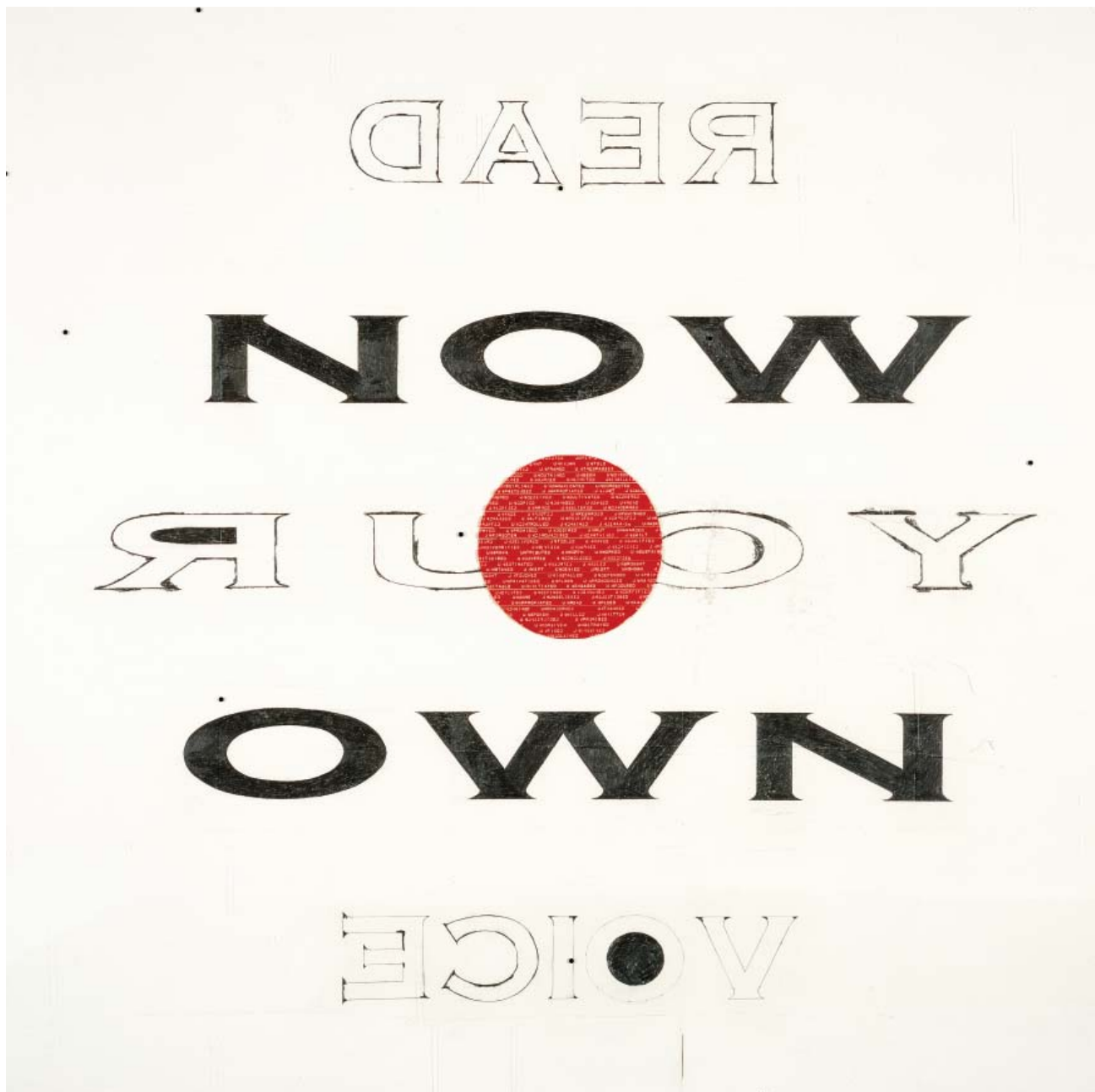
V januári 2005 sa zaviedol nový rámec správy rezervných aktív klientov v eurách. Tento nový rámec – ktorý môžu využívať centrálné banky, menové orgány a vládne agentúry mimo eurozóny, ako aj medzinárodné organizácie – poskytuje komplexné služby umožňujúce akceptovateľným klientom efektívne spravovať svoje rezervné aktíva v eurách. Rozsah týchto služieb siaha od vedenia depozitných účtov a poskytovania súvisiacich depozitných (úschovných) a zúčtovacích služieb až po služby v hotovostnej a investičnej oblasti. Na základe harmonizovaných podmienok v zhode so všeobecnými trhovými štandardmi ich ponúkajú jednotlivé centrálné banky Eurosystemu (poskytovatelia služieb Eurosystemu), ktoré vystupujú ako vyhradení poskytovatelia týchto služieb. Akceptovateľní klienti majú možnosť využívať úplný súbor služieb ponúkaných v tomto rámci prostredníctvom ktoréhokoľvek z uvedených poskytovateľov.

V súčasnosti je 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. Ostatné centrálné banky Eurosystemu môžu tiež ponúkať niektoré zo služieb nového rámca. Okrem toho môžu poskytovatelia služieb Eurosystemu aj jeho ostatné centrálné banky individuálne ponúkať aj ďalšie služby správy rezerv v eurách. ECB plní úlohu koordinátora a zabezpečuje plynulé fungovanie tohto rámca.

Tento nový rámec akceptovateľní klienti privítali. Podľa informácií, ktoré získala ECB, sa zdá, že počet klientov, ktorí si vytvorili obchodný vzťah s niektorou z centrálnych bánk Eurosystemu, zodpovedá populácii krajín akceptovateľných klientov, ktorým je nový rámec určený. Čo sa týka samotných služieb, celkové hotovostné zostatky a/alebo objemy cenných papierov deponovaných v centrálnych bankách Eurosystemu sa v porovnaní so situáciou pred zavedením tohto rámca zvýšili. Je to najmä v prípade klientmi deponovaných cudzích štátnych cenných papierov (t. j. cenných papierov vydaných vládami krajín inými ako vládou krajiny tej centrálnej banky, v ktorej sú cenné papiere deponované). Klienti oceňujú tiež automatické jednodňové depozitné obchody, ktoré nový rámec ponúka a ktoré umožňujú priamo ukladať prostriedky u poskytovateľa príslušných služieb a/alebo na danom trhu s atraktívnym úročením.

V súlade so spôsobom, akým sú služby správy rezerv poskytované už mnoho rokov, sa nový rámec zakladá na hlavných zásadách charakterizujúcich správu menových rezerv, akými sú finančná a právna istota, 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 inštitúcií, ktoré pôsobia v rovnakej oblasti činností centrálného bankovníctva ako samotný Eurosystem.

**Autor**  
Pep Agut  
**Názov**  
Read your voice, 2000  
**Technika**  
Rôzne médiá  
**Rozmery**  
190 x 195 cm  
© ECB a autor



## KAPITOLA 3

# FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA

# 1. FINANČNÁ STABILITA

Eurosystem prispieva k plynulému výkonu postupov príslušných národných orgánov v oblasti dohľadu nad obozretným podnikaním úverových inštitúcií a stability finančného systému. Týmto orgánom a Európskej komisii ponúka aj konzultácie v otázkach rozsahu a vykonávania právnych predpisov Európskeho spoločenstva v uvedených oblastiach.

## 1.1. MONITOROVANIE FINANČNEJ STABILITY

ECB v spolupráci s Výborom ESCB pre bankový dohľad (Banking Supervision Committee – BSC) monitoruje riziká ohrozujúce finančnú stabilitu s cieľom posúdiť schopnosť finančného systému absorbovať prípadné šoky.<sup>1</sup> Zameriava sa pritom na banky, ktoré aj naďalej zostávajú najdôležitejšími sprostredkovateľmi toku finančných prostriedkov od vkladateľov k príjemcom úverov v eurozóne a ako také predstavujú dôležitý kanál, cez ktorý sa môžu riziká šíriť aj do ostatných častí finančného systému. Vzhľadom na čoraz väčší význam ostatných finančných inštitúcií a trhov a ich prepojenie s bankami sa však zraniteľnosť týchto zložiek finančného systému môže preniesť aj na banky. Monitorovanie sa preto vzťahuje aj na vývoj týchto ostatných zložiek.

### CYKLICKÝ VÝVOJ

V roku 2005 sa odolnosť finančného systému eurozóny voči šokom zvýšila. Finančné inštitúcie ťažili z rastu globálnej hospodárskej aktivity, ktorý aj napriek ďalšiemu rastu cien ropy pokračoval pomerne rýchlym tempom, a tiež z ďalšieho zlepšovania bilancií veľkých firiem v eurozóne. V tomto prostredí došlo k ďalšiemu zvýšeniu ziskovosti bánk v eurozóne a k zlepšeniu bilancií poisťovacích spoločností. Z pohľadu budúceho vývoja však finančné inštitúcie stoja pred určitými rizikami, ktoré vyplývajú napríklad z možnosti prudkého vyrovnávania globálnej nerovnováhy, citlivosti na úpravy cien (ktoré vzrástli v dôsledku neustáleho hľadania vyšších výnosov) na niektorých trhoch cenných papierov s pevným výnosom a úverových trhoch, a z možnosti ďalšieho zvyšovania cien ropy. Navyše finančná situácia domácností stále

podlieha možnosti úprav cien nehnuteľností v niektorých krajinách.

Pokiaľ ide o bankový sektor eurozóny, oživenie ziskovosti veľkých bánk, ktoré začalo v roku 2003, pokračovalo aj v roku 2005, hoci v prípade bánk, ktoré v roku 2005 prešli na Medzinárodné štandardy pre finančné výkazníctvo (IFRS) je porovnanie súčasných a minulých ukazovateľov ziskovosti zložitejšie. Je dôležité, že oživenie ziskovosti bolo rozsiahle a týkalo sa aj tých národných bankových sektorov, ktoré v roku 2003 zaznamenali podpriemerné výsledky. K zvýšeniu ziskovosti v roku 2005 najvyššou mierou prispela menšia tvorba rezerv, ustálený rast úverov poskytovaných sektoru domácností (najmä na nákup nehnuteľností na bývanie) a začínajúce sa oživenie podnikových úverov. Znižovanie nákladov, ktoré prispelo k ziskovosti bánk v roku 2004, sa v roku 2005 prejavilo v menšej miere.

Tvorba rezerv na úverové straty sa v roku 2005 naďalej znižovala. Príčinou bol nízky počet prípadov platobnej neschopnosti v sektore domácností a podnikovom sektore a iba minimálne zhoršenie kvality aktív bánk, zatiaľ čo výrazné odpisovanie alebo znižovanie hodnoty nesplatených úverov z predchádzajúcich rokov prinajmenšom v niektorých krajinách eurozóny znížilo vplyv úverového rizika na bilanciu bánk. Okrem toho niektoré ukazovatele potvrdzujú, že pomer krytia, t. j. pomer rezerv k nesplácaným úverom, v roku 2005 klesol. Nemožno však vylúčiť možnosť, že obmedzenie toku rezerv (a v niektorých krajinách stavu rezerv) bude mať v prípade neočakávaného zhoršenia úverového cyklu za následok ich neadekvátnosť.

Ak bude zrýchľovanie rastu úverových potrieb podnikov zaznamenávané v rokoch 2004 až 2005 pokračovať, mohlo by bankám pomôcť vhodným spôsobom diverzifikovať zdroje

<sup>1</sup> Od konca roku 2004 ECB zverejňuje polročné správy o stabilite finančného systému eurozóny pod názvom „Financial stability review“. V roku 2005 zverejnila aj štvrté vydanie publikácie „EU banking sector stability“, ktorá uvádza hlavné zistenia výboru BSC v rámci pravidelného monitorovania stability bankového sektora. Uvedené publikácie sú k dispozícii na internetovej stránke ECB.

príjmov aj mimo sektora domácností. I napriek zvýšenému objemu poskytovaných úverov však čisté úrokové výnosy – hlavný zdroj ziskovosti bánk – v roku 2005 aj naďalej klesali, a to v dôsledku znižovania úrokových marží. K tomuto poklesu dochádzalo najmä v dôsledku vyrovnávania výnosových kriviek, dlhodobu nízkyh úrokových sadzieb a silnej konkurencie medzi bankami na trhu úverov a vkladov. Pokiaľ ide o čisté neúrokové výnosy, banky spravidla vykazovali zvýšené príjmy tak z poplatkov a provízií, ako aj z obchodovania. V niektorých prípadoch boli tieto príjmy dostatočne vysoké na to, aby vykompenzovali, resp. prekročili pokles príjmov z transformácie splatností (maturity transformation), ktorá predstavuje hlavnú činnosť bánk.

Napriek ďalším zlepšeniam v niektorých krajinách zostali hlavné ukazovatele platobnej schopnosti bankového sektora eurozóny v roku 2004 – v poslednom roku, za ktorý sú k dispozícii konsolidované údaje – zhruba nezmenené. Nekonsolidované údaje za skupinu veľkých bánk eurozóny poukazujú na určité zlepšenie ukazovateľov platobnej schopnosti v roku 2005.

Poisťovacie spoločnosti v eurozóne v roku 2005 ďalej zlepšovali svoju ziskovosť a kapitálovú štruktúru, hoci príjmy z investícií zostali v prostredí nízkyh úrokovy h mier obmedzené. Zlepšovanie bilancí neživotných poisťovní vychádzalo zo zvyšovania ziskovosti v oblasti uzatvárania poisťných zmlúv v dôsledku prísnejšej cenotvorby. V sektore životného poistenia prispeli k vyššej ziskovosti nižšie garantované miery výnosov pri sporivých produktoch, rovnako ako úspory nákladov. Prebiehajúce reformy verejných systémov dôchodkového poistenia v eurozóne navyše podporili smerovanie súkromných úspor do produktov životného poistenia. V sektore zaisťovacích spoločností bol pokles hodnoty uzavretých poisťných zmlúv jedným z dôvodov zníženia ziskovosti.

Globálny sektor hedžovych fondov a súkromného kapitálu zaznamenal v roku 2005 ďalší rast. V priebehu roka pokračoval prílev peňazí do hedžovych fondov, hoci v druhom a treťom



štvrtroku v dôsledku slabších výnosov v sektore poklesol. Na jar roku 2005 sa v dôsledku zníženia úverového ratingu dvoch veľkých amerických výrobcov automobilov na neinvestičný stupeň zhoršili určité úverové stratégie. Navyše vzhľadom na čoraz väčšiu úlohu hedžovych fondov na trhoch s nástrojmi s relatívnou hodnotou a komplexnými štruktúrovanými úverovými produktmi nemožno vylúčiť, že ak by úverové trhy zaznamenali ďalšiu volatilitu, banky by mohli byť v budúcnosti vystavené stratám z činnosti spojenjej s hedžovými fondmi. Nedávny prieskum angažovanosti európskyh bánk v hedžovych fondoch<sup>2</sup> však zistil, že vo väčšine krajín bola miera súčasnej priamej angažovanosti v pomere k bilančnej sume bánk a v porovnaní s mierou angažovanosti porovnateľných amerických bánk celkovo primeraná. Táto situácia je odrazom skutočnosti, že na svetovom trhu primárnych brokerskýh služieb aj naďalej dominujú prevažne americké finančné inštitúcie. Banky by však mali stále venovať pozornosť zodpovedajúcejmu riadeniu rizika spojeného s hedžovými fondmi.

### ŠTRUKTURÁLNY VÝVOJ

Štruktúralne zmeny v bankovom sektore, ako napríklad zmeny konkurenčných podmienok alebo vyššia miera internacionalizácie,

2 „Large EU banks' exposures to hedge funds“, publikácia ECB z novembra 2005.



môžu mať v dlhodobejšom horizonte vplyv na finančnú stabilitu. V bankovom sektore eurozóny prebiehajú dôležité zmeny týkajúce sa konsolidácie, internacionalizácie, finančného sprostredkovania a štruktúry financovania. Hoci sa štruktúra bankového trhu v eurozóne aj naďalej líšia z hľadiska koncentrácie, vlastníckej štruktúry, zahraničnej účasti a veľkosti a významu predajných kanálov, táto situácia sa môže zmeniť v dôsledku rastúcej aktivity v oblasti fúzií a akvizícií v tomto sektore a ďalších štrukturálnych zmien.<sup>3</sup>

Tempo konsolidácie na národnej i cezhraničnej úrovni sa v posledných rokoch znižovalo, čoho dôkazom bol aj malý počet fúzií a akvizícií a spomalenie procesu znižovania počtu úverových inštitúcií.<sup>4</sup> V priebehu roku 2005 sa však uskutočnilo viacero rozsiahlych cezhraničných fúzií a akvizícií, čím sa potvrdili náznaky obnoveného záujmu o cezhraničnú konsolidáciu, ktorý sa objavil v roku 2004. V niektorých členských štátoch sa bude domáca konsolidácia medzi veľkými bankami pravdepodobne postupne končiť, keďže ich bankové trhy sú veľmi koncentrované už dnes. Okrem organického rastu sa preto hlavnou expanznou stratégiou v týchto členských štátoch i napriek existujúcim prekážkam stala cezhraničná konsolidácia.

Vyskytli sa aj náznaky postupných zmien v štruktúre bilancií bánk, pričom tempo rastu úverov je vyššie ako tempo rastu vkladov. Tento trend môže byť odrazom zníženej atraktívnosti vkladov pre domácnosti v prostredí vyznačujúcom sa dlhodobo nízkymi úrokovými mierami a meniacou sa závislosťou medzi rizikom a výnosom, a zároveň dôsledkom štrukturálnych faktorov, ako napríklad meniaceho sa demografického prostredia, ktoré zvyšuje význam produktov súkromného poistenia a dôchodkového zabezpečenia. Z tejto situácie zároveň vyplýva, že banky sa v čoraz vyššej miere prikláňajú k možnostiam financovania prostredníctvom medzibankových trhov a nástrojov kapitálového trhu.

Zároveň sa zdá, že banky v eurozóne namiesto výhradného sprostredkovávania medzi dlžníkmi a veriteľmi prenášajú viac rizík do ostatných sektorov hospodárstva a niektoré podľa všetkého odstupujú od integrovaného poskytovania finančných služieb. Napriek tomu však bankové financovanie aj naďalej predstavuje hlavnú formu finančného sprostredkovania v eurozóne.<sup>5</sup>

Banky si tiež čoraz viac osvojujú pružnejšie typy organizácie, zadávajú realizáciu nezáiskrových činností svojho hodnotového reťazca externým dodávateľom a špecializujú sa na konkrétne fázy cyklu poskytovaných služieb, či už na uzatváranie, spracovanie, distribúciu alebo vysporiadanie obchodov.

Celkovo možno konštatovať, že úloha bánk v eurozóne sa postupne vyvíja. Priame financovanie prostredníctvom kapitálového trhu nadobúda čoraz väčší význam a je možné, že netradiční poskytovatelia finančných služieb si ešte viac upevnia svoju pozíciu v špecifických oblastiach bankovníctva, čím dochádza k zvyšovaniu efektívnosti finančného systému eurozóny a transformácii rozloženia rizík.

## 1.2. SPOLUPRÁCA V PRÍPADE FINANČNEJ KRÍZY

V roku 2005 sa v rámci EÚ ďalej rozvíjala spolupráca medzi príslušnými orgánmi zodpovednými za riadenie finančných kríz.

V máji schválili orgány bankového dohľadu, centrálné banky a ministerstvá financií krajín EÚ Memorandum o porozumení týkajúce sa spolupráce v prípade finančnej krízy, ktoré nadobudlo účinnosť 1. júla. Memorandum, ktoré bolo prijaté pod záštitou Hospodárskeho

3 Podrobnejšiu analýzu štrukturálneho vývoja bankového sektora EÚ a eurozóny nájdete v správe BSC z októbra 2005 „EU banking structures“ a v článku „Consolidation and diversification in the euro area banking sector“ vo vydaní Mesačného bulletinu ECB z mája 2005.

4 Počet úverových inštitúcií sa v roku 2004 znížil o 2,8 % a v roku 2005 o 2,3 % (anualizovaný údaj z informácií za prvé tri štvrtroky) a klesol mierne pod 6 300.

5 V roku 2005 predstavoval pomer domácich úverov k HDP 115 %, zatiaľ čo pomer trhovej kapitalizácie k HDP dosiahol 68 %.

a finančného výboru, sa vzťahuje na krízové situácie s možnými cezhraničnými i systémovými dôsledkami ohrozujúcimi úverové inštitúcie, bankové skupiny alebo bankové súčasti finančných skupín, rovnako ako na ostatné systémové poruchy s cezhraničným dosahom na finančné trhy vrátane porúch ovplyvňujúcich platobné systémy alebo iné trhové infraštruktúry. Zásady a postupy stanovené v memorande sa týkajú výmeny informácií, názorov a hodnotení medzi jednotlivými orgánmi a spolupráce na národnej a cezhraničnej úrovni. S cieľom ďalej prehĺbiť spoluprácu medzi príslušnými orgánmi boli do memoranda zahrnuté aj dohody o vypracovaní plánov riešenia krízových situácií vrátane záťažových testov a simulácií. Pomocou simulácie krízovej situácie naplánovanej na rok 2006 bude overená i funkčnosť samotného memoranda.

Okrem toho sa BSC a Výbor európskych orgánov bankového dohľadu (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) spoločne zaoberali možnosťami zdokonalenia rámca krízového manažmentu, pokiaľ ide o postup centrálnych bánk a orgánov dohľadu pri riešení finančných kríz na cezhraničnej úrovni.

## 2. FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD

### 2.1. VŠEOBECNÉ INFORMÁCIE

V júli 2005 predložila Európska komisia na verejnú konzultáciu tzv. Zelenú knihu o postupoch v oblasti finančných služieb (2005–2010). Eurosystem v rámci svojho príspevku k tejto konzultácii zdôraznil, že pri zlepšovaní rámca EÚ pre finančný dohľad by sa mal v čo najväčšej miere využívať potenciál tzv. Lamfalussyho rámca.<sup>6</sup> Eurosystem zároveň vyjadril záujem o ďalšiu racionalizáciu finančných pravidiel prostredníctvom využitia hlavných prvkov Lamfalussyho rámca. Základné princípy (legislatíva prvého stupňa) by sa mali jednoznačnejšie rozlišovať od technických detailov (legislatíva druhého stupňa). Okrem toho je potrebné aj naďalej pokračovať v zjednocovaní činností v oblasti dohľadu, ktoré tiež zohráva dôležitú úlohu pri zabezpečovaní jednotného výkonu príslušných opatrení v jednotlivých členských štátoch. Eurosystem zároveň zdôraznil význam pevných a jednotných dohôd o spolupráci medzi orgánmi dohľadu v krajine pôvodu a v hostiteľskej krajine, a to najmä pre finančné skupiny pôsobiace nadnárodne. Pokiaľ ide o finančnú stabilitu, ako oblasti možného zlepšenia Eurosystem označil monitorovanie finančnej stability cez hranice jednotlivých krajín a finančných sektorov, riadenie finančného stresu a poistenie vkladov.

### 2.2. BANKOVÝ SYSTÉM

Po zverejnení upraveného rámca „Medzinárodnej konvergencie merania kapitálu a kapitálových noriem“ (známeho ako Nová bazilejská dohoda o kapitáli alebo Bazilej II) v júni 2004 sa Bazilejský výbor pre bankový dohľad (BCBS) zameril na kľúčové otázky jeho implementácie. BCBS sa zároveň venoval činnosti v mnohých technických oblastiach.

Na európskej úrovni bola dohoda Bazilej II zavedená do legislatívy EÚ zmenou a doplnením kodifikovanej bankovej smernice a smernice o primeranosti vlastných zdrojov. Európsky parlament a Rada EÚ prijali záverečné znenie kodifikovanej bankovej smernice v septembri

a smernice o primeranosti vlastných zdrojov v októbri 2005. Členské štáty budú musieť nové pravidlá, ktoré začnú platiť od roku 2007, začleniť do svojich vnútroštátnych právnych predpisov. BCBS navyše na konci roku 2005 uskutočnil piatu štúdiu o kvantitatívnych dôsledkoch nových pravidiel primeranosti vlastných zdrojov (známu pod skratkou „QIS5“). Jej výsledky, ktoré budú k dispozícii na jar 2006, môžu viesť k ďalším kvantitatívnym úpravám. Na štúdiu sa podieľal aj Výbor európskych orgánov bankového dohľadu.

ECB aj naďalej podporuje činnosť BCBS. Vo výbore a jeho hlavných subštruktúrach sa zúčastňuje ako pozorovateľ. Okrem toho ECB vydala k novému európskemu rámcu primeranosti vlastných zdrojov stanovisko, v ktorom podporila všeobecný prínos nových pravidiel.

ECB sa zároveň venovala analýze možných dôsledkov zvýšeného objemu cezhraničných bankových obchodov v EÚ v kontexte zabezpečovania cenovej stability. Táto analýza, ktorá sa uskutočnila najmä prostredníctvom BSC, rozoberá oblasti finančného dohľadu, krízového manažmentu, monitorovania finančnej stability a systémov ochrany vkladov. Výsledky analýzy systémov ochrany vkladov využíva aj Európska komisia v rámci revízie smernice o systémoch ochrany vkladov, ktorá v súčasnosti prebieha.<sup>7</sup>

### 2.3. CENNÉ PAPIERE

V roku 2005 sa činnosť v oblasti cenných papierov zameriavala najmä na dobudovanie regulačného rámca EÚ prijatím zvyšných vykonávacích opatrení druhého stupňa súvisiacich so smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi a smernicou o transparentnosti. Vzhľadom na

<sup>6</sup> „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“ z 15. februára 2001. Táto správa je k dispozícii na internetovej stránke Európskej komisie. Pozri aj Výročnú správu ECB za rok 2003, s. 111.

<sup>7</sup> „Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)“, Európska komisia, 14. júl 2005. Text konzultácie je k dispozícii na internetovej stránke Komisie.

význam týchto opatrení z hľadiska integrácie európskych finančných trhov a zvýšenia finančnej stability ECB pozorne sleduje činnosť v tejto oblasti a prispieva k nej prostredníctvom svojej účasti v Európskom výbore pre cenné papiere (European Securities Committee).

Eurosystem prispel k diskusii o revízii Lamfalussyho procesu formou odpovede na predbežné hodnotenie, ktoré predložila Európska komisia na verejnú konzultáciu. V otázke Lamfalussyho rámca Eurosystem potvrdil svoje pozitívne stanovisko. Predovšetkým zdôraznil, že cieľom uplatňovania Lamfalussyho procesu by malo byť zefektívnenie súčasných regulačných požiadaviek a vytvorenie jednotného súboru harmonizovaných technických pravidiel, ktoré by vyhovovali potrebám regulačných orgánov i účastníkov trhu. Jednotný súbor harmonizovaných pravidiel by mal byť pre účastníkov trhu, ktorí ponúkajú cezhraničné služby, jediným zdrojom práv a povinností v príslušných oblastiach.

Eurosystem tiež prispel k diskusii o zdokonaľovaní rámca EÚ pre investičné fondy, ktorú otvorila Európska komisia 12. júla 2005 predložením tzv. Zelenej knihy na verejnú konzultáciu. Zdôraznil, že pokračujúca snaha o odstránenie zostávajúcich regulačných a právnych prekážok môže viesť k ďalšej konsolidácii európskeho sektora investičných fondov a k racionalizácii poskytovaných produktov, s následným prínosom pre investorov a finančný trh EÚ. Čo sa týka hedžových fondov, Eurosystem podporil doterajší medzinárodne uplatňovaný prístup k riešeniu otázok súvisiacich s vplyvom hedžových fondov na finančnú stabilitu, najmä v súvislosti s ich prepojením s regulovanými firmami, predovšetkým bankami.

## 2.4. ÚČTOVNÍCTVO

Dňa 1. januára 2005 nadobudlo účinnosť nariadenie Rady (ES) č. 1606/2002, ktoré od všetkých spoločností registrovaných na burze cenných papierov vrátane bánk vyžaduje zostavovanie konsolidovaných finančných

výkazov v súlade s Medzinárodnými štandardmi finančného výkazníctva (IFRS). Vzhľadom na význam kvalitných účtovných štandardov z hľadiska finančnej stability sa ECB aj naďalej podieľala na činnostiach spojených so zavádzaním nového účtovného rámca v EÚ.

Počas prvého polroka bolo cieľom dosiahnuť, aby sa do Medzinárodného účtovného štandardu 39 (IAS 39) zaviedla nová možnosť používania reálnych hodnôt (fair value)<sup>8</sup> pre všetky typy finančných nástrojov. Na túto tému sa medzi ECB, BCBS a Radou pre medzinárodné účtovné štandardy (International Accounting Standards Board – IASB) viedol konštruktívny dialóg. Jeho výsledkom bol v apríli 2005 list prezidenta ECB adresovaný IASB, v ktorom podporil navrhované úpravy štandardu IAS 39. V júni 2005 následne IASB príslušné úpravy uskutočnila.

V tejto oblasti sa tiež ECB v rámci svojej úlohy pozorovateľa v Pracovnej skupine BCBS pre účtovníctvo podieľala aj na tvorbe pravidiel dohľadu. V júli 2005 predložil BCBS na konzultáciu dokument s názvom „Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards“ (Pravidlá dohľadu nad uplatňovaním možnosti používania reálnych hodnôt v rámci Medzinárodných štandardov finančného výkazníctva), ktorý sa zameriava – z hľadiska orgánov dohľadu – najmä na uplatňovanie možnosti používania reálnych hodnôt v súvislosti s dodržiavaním primeraných postupov riadenia rizík.<sup>9</sup>

Správcovia Nadácie Výboru pre medzinárodné účtovné štandardy (International Accounting Standards Committee Foundation – IASCF) v apríli 2005 ukončili revíziu stanov nadácie. Ako odpoveď na pripomienky prijaté počas obdobia konzultácie vrátane pripomienok od ECB sa

<sup>8</sup> Reálna hodnota predstavuje hodnotu, za ktorú môže byť aktívum vymenené alebo záväzok vysporiadaný medzi oboznamnými zmluvnými stranami v rámci transakcie prebiehajúcej za bežných trhových podmienok. V praxi sa reálna hodnota často rovná kótovanej trhovej cene, prípadne je stanovená pomocou metódy oceňovania diskontovaním peňažných tokov.

<sup>9</sup> Pravidlá dohľadu nekladú na účtovníctvo dodatočné požiadavky.

IASCF rozhodla zostaviť novú Poradnú radu pre účtovné štandardy, ktorej úlohou je poskytovanie všeobecného strategického poradenstva, rovnako ako Poradnú skupinu pre nominovanie správcov nadácie, s ktorou je potrebné konzultovať menovanie nových správcov. ECB má svojich zástupcov v oboch orgánoch.

V druhom štvrtroku 2005 sa BSC začal zaoberať analýzou súvislostí medzi účtovníctvom a finančnou stabilitou. V tejto oblasti sa zameriava na skúmanie účinkov zavedenia štandardov IFRS na finančnú stabilitu a sleduje, či tieto štandardy naozaj účinne prispievajú k ďalšiemu zvyšovaniu finančnej stability.

### 3. FINANČNÁ INTEGRÁCIA

Eurosystém vzhľadom na svoje základné úlohy prejavuje veľký záujem o finančnú integráciu v Európe, najmä v rámci eurozóny. Dôvodov je viac. Po prvé, dobre integrovaný finančný systém zdokonaľuje plynulý a účinný prenos impulzov menovej politiky v rámci celej eurozóny. Po druhé, finančná integrácia má vplyv na zabezpečovanie finančnej stability, ktorá je úlohou Eurosystému. Rovnako významná je aj z hľadiska účinného a plynulého fungovania platobných systémov a systémov zúčtovania. Okrem toho, v súlade s článkom 105 zmluvy, Eurosystém pri rešpektovaní cieľa cenovej stability podporuje všeobecnú hospodársku politiku Európskeho spoločenstva. Finančná integrácia ako jeden z prioritných cieľov spoločenstva môže prispieť k rozvoju finančného systému a zvyšovať potenciál hospodárskeho rastu.

Činnosti, ktorými Eurosystém prispieva k zvyšovaniu finančnej integrácie, sa všeobecne delia na štyri oblasti: (i) informuje o finančnej integrácii v Európe a monitoruje jej stav, (ii) pôsobí ako katalyzátor v rámci aktivít súkromného sektora tým, že umožňuje spoločný postup, (iii) poskytuje poradenstvo v otázkach právneho a regulačného rámca finančného systému a (iv) poskytuje centrálnu bankovú službu, ktoré taktiež podporujú finančnú integráciu v Európe. ECB v priebehu roka 2005 pokračovala v realizácii iniciatív vo všetkých štyroch oblastiach. Podrobnejšie informácie sú uvedené nižšie. Na všeobecnejšej úrovni okrem toho pokračovala aj vo výskume v oblasti finančnej integrácie (box 10).

#### Box 10

##### ŠTUDIJNÁ SKUPINA PRE KAPITÁLOVÉ TRHY A FINANČNÚ INTEGRÁCIU V EURÓPE

ECB a Centrum pre finančné štúdie (CFS) vo Frankfurtu pokračovali v aktivitách študijnej skupiny pre kapitálové trhy a finančnú integráciu v Európe.<sup>1</sup> Do druhej fázy výskumu boli dodatočne zaradené aj nasledujúce tri oblasti: (i) vzťah medzi finančnou integráciou a finančnou stabilitou, (ii) vstup nových členov do EÚ, finančný rozvoj a finančná integrácia a (iii) modernizácia finančného systému a hospodársky rast v Európe.

Prvá konferencia v rámci druhej fázy aktivít tejto skupiny sa uskutočnila v máji 2005 v Bruseli pod záštitou Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Na jej organizácii sa podieľalo i Centrum pre výskum hospodárskej politiky (Centre for Economic Policy Research – CEPR). Táto konferencia pod názvom „Konkurencia, stabilita a integrácia v európskom bankovníctve“ bola zameraná predovšetkým na prioritné otázky skupiny v oblasti konkurencie a územnej pôsobnosti v bankovníctve, ako aj na otázky finančnej integrácie a finančnej stability.

Jednou z hlavných tém konferencie bolo cezhraničné bankovníctvo v Európe. Analýzy vstupu zahraničných bánk do nových trhových ekonomík, ktoré sa zamerali na krajiny strednej a východnej Európy, Rusko a Ukrajinu naznačujú, že úverová činnosť bánk so zahraničným kapitálom v týchto krajinách stimuluje rast firiem, pokiaľ ide o objem predaja a aktíva.<sup>2</sup> Platí to dokonca aj pre malé firmy, aj keď sa ich podiel na trhu ešte stále znižuje. Prítomnosť zahraničných bánk okrem toho priaznivo pôsobí na dostupnosť úverov, pričom domáce podniky platia nižšie úroky, zvyšujú svoj podiel úverového financovania (vyjadrovaný ako pomer dlhov

1 Viac informácií o doterajšej činnosti skupiny nájdete v boxe 10 Výročnej správy ECB za rok 2003 a v boxe 12 Výročnej správy ECB za rok 2004, ako aj na internetovej stránke študijnej skupiny na adrese: [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org).

2 Výskumná práca ECB č. 498 z júna 2005.



k aktívam) a predlžujú splatnosť svojich záväzkov. Navyše sa zdá, že vstup zahraničných bánk zvyšuje dynamiku jednotlivých odvetví, resp. „kreatívnu deštrukciu“, ktorá sa prejavuje rastúcim počtom vznikajúcich a zanikajúcich podnikov.

Druhá konferencia v rámci druhej fázy projektu sa uskutočnila v spolupráci s Oesterreichische Nationalbank na jej pôde vo Viedni v novembri 2005. Hlavnou témou bol „Finančný rozvoj, integrácia a stabilita v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe“ so zameraním na prioritné otázky skupiny v oblasti vstupu nových členov do EÚ, finančného rozvoja a finančnej integrácie. Dostupné údaje naznačujú, že (stále malé) trhy s cennými papiermi väčších krajín strednej a východnej Európy – konkrétne v Českej republike, Maďarsku a Poľsku – dosahujú čoraz vyšší stupeň integrácie s trhmi cenných papierov v eurozóne. Pre menšie krajiny strednej a východnej Európy to neplatí. Dôkazov o integrácii trhov so štátnymi dlhopismi krajín strednej a východnej Európy s trhmi eurozóny je pomerne málo.

Študijná skupina bude vo svojej činnosti v roku 2006 pokračovať konferenciou na pôde Deutsche Bundesbank, ktorá sa bude zaoberať prioritnou otázkou modernizácie finančného systému a hospodárskeho rastu v Európe. Ďalšia konferencia v tomto roku, zameraná na finančnú integráciu a finančnú stabilitu, sa uskutoční v Banco de España.

#### **MONITOROVANIE FINANČNEJ INTEGRÁCIE**

V septembri 2005 ECB zverejnila prvú správu a prvý súbor údajov o stave finančnej integrácie. Ide o celkové zhodnotenie úrovne finančnej integrácie v hlavných segmentoch finančného trhu eurozóny. Pri hodnotení stavu finančnej integrácie sa trh s určitým súborom finančných nástrojov alebo služieb považuje sa plne integrovaný, keď pre všetky hospodárske subjekty s rovnakými príslušnými atribútmi na tomto trhu platia rovnaké pravidlá a podmienky a keď majú rovnaký prístup na trh. Do úvahy sa brali dva typy ukazovateľov – cenové a kvantitatívne. Ukazovatele sa získali výpočtom (v prípade štandardných odchýlok a koeficientov) alebo pomocou modelov (odvodené z ekonometrických modelov). Spektrum použitých ukazovateľov sa bude ďalej rozširovať, najmä pridávaním ukazovateľov týkajúcich sa finančných inštitúcií a trhových infraštruktúr.

Z dostupných údajov vyplýva, že miera integrácie v jednotlivých segmentoch trhu sa výrazne líši. Nezabezpečený peňažný trh bol plne integrovaný už krátko po zavedení eura. Aj na trhu repo obchodov integrácia jasne napreduje. Trhy so štátnymi dlhopismi dosiahli značnú mieru integrácie ešte pred začiatkom menovej únie, aj keď určité rozdiely vo výnosoch zostávajú, okrem iného v dôsledku odlišného úverového ratingu emitentov a likvidity dlhopisov. Vysoký stupeň integrácie možno pozorovať aj na trhu s podnikovými dlhopismi a pokrok vidieť i v integrácii akciových trhov. Bankové trhy, najmä retailový segment, sú integrované oveľa menej. Celkovo je medzi jednotlivými krajinami eurozóny stále vidieť určité rozdiely v úrokových sadzbách z vkladov a úverov (box 11).

## Box 11

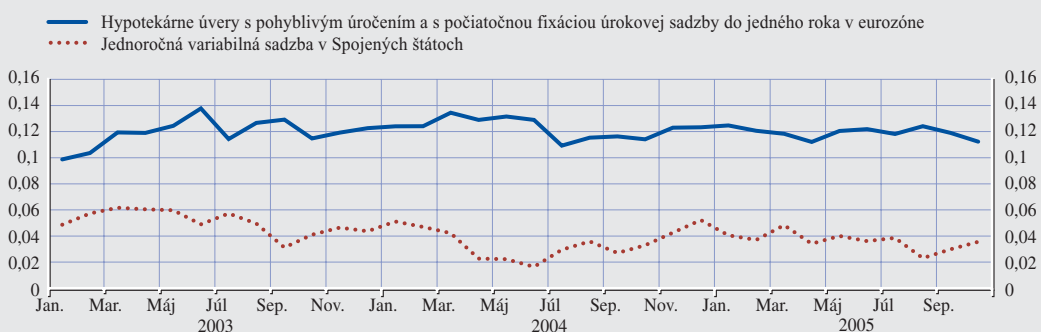
### POROVNANIE ÚROKOVÝCH SADZIEB HYPOTEKÁRNYCH ÚVEROV V JEDNOTLIVÝCH REGIÓNOCH EUROZÓNY A SPOJENÝCH ŠTÁTOV

V nasledujúcom texte sa analyzuje miera rôznorodosti úrokových sadzieb z úverov poskytovaných domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie v jednotlivých krajinách eurozóny. Zistenie, že rozdiely v sadzbách hypotekárnych úverov v jednotlivých krajinách eurozóny sú vyššie ako rozdiely medzi jednotlivými regiónmi Spojených štátov, môže poukazovať na nižšiu mieru integrácie hypotekárneho trhu v eurozóne. V tejto súvislosti si treba uvedomiť, že údaje za Spojené štáty použité v tejto analýze nezahŕňajú rozptyl vnútri regiónov (t. j. v jednotlivých krajinách).

Rozdielne sadzby úverov na nákup obytných nehnuteľností v eurozóne môžu čiastočne vyplývať z rozdielnej štruktúry financovania hypotekárnych úverov, ktorá má zrejme vplyv na typ

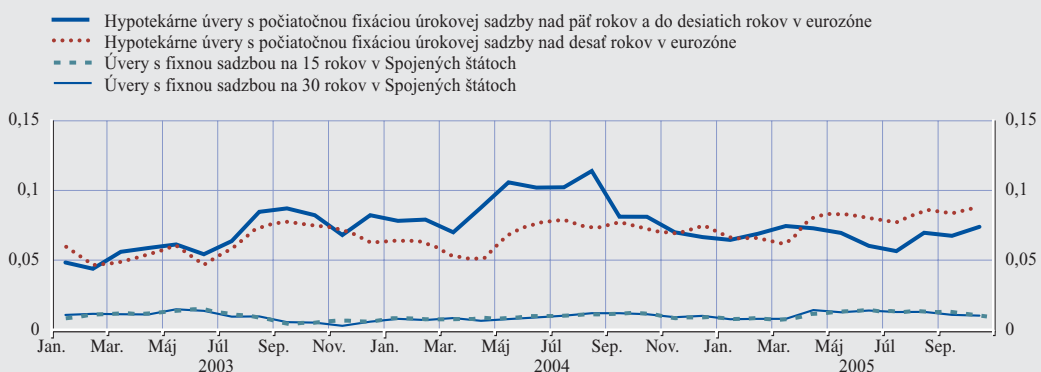
#### Graf A Rozptyl variabilných a krátkodobých úrokových sadzieb z úverov domácnostiam na bývanie a zodpovedajúcich trhových úrokových sadzieb v regiónoch Spojených štátov a v krajinách eurozóny

(úrokové miery nových obchodov; variačný koeficient)



#### Graf B Rozptyl dlhodobých úrokových sadzieb z úverov domácnostiam na bývanie a zodpovedajúcich trhových úrokových sadzieb v regiónoch Spojených štátov a v krajinách eurozóny

(úrokové miery nových obchodov; variačný koeficient)



Zdroj: Freddie Mac (Primary Mortgage Market Survey) a ECB.

Poznámky: Aby sa vylúčili rušivé vplyvy úverov s nízkymi/volatilnými objemami na vývoj úrokových mier, boli do výpočtu rozptylu za eurozónu zahrnuté iba krajiny vykazujúce významné objemy. Údaje za Spojené štáty vyjadrujú rozptyl v rámci piatich regiónov (severovýchod, juhovýchod, stredosever, juhozápad, západ). Nemožno vylúčiť, že istá časť rozptylu vnútri regiónov (t. j. v jednotlivých štátoch USA) nebola podchytená, a že miery rozptylu za Spojené štáty by z tohto dôvodu boli o niečo vyššie, ak by sa započítali aj rozptyly vnútri regiónov. Veľkosť príslušných vzoriek môže ovplyvniť stupeň rozptylu.

poskytovaného produktu. Hypotekárny trh eurozóny je stále nejednotný v otázke financovania, ktoré využíva buď vklady, kryté hypotekárne dlhopisy alebo cenné papiere kryté hypotékou. Sadzby hypotekárnych úverov sa môžu líšiť aj v závislosti od vlastností produktov, dĺžky fixácie úrokovej sadzby a preferencií klientov (napríklad rôznej doby splatnosti úverov a podielu hypotekárneho úveru na hodnote nehnuteľnosti), ako aj v závislosti od úlohy štátu a regulácie trhu.

V tejto situácii bol rozptyl sadzieb úverov poskytovaných domácnostiam na nákup nehnuteľností na bývanie v jednotlivých krajinách eurozóny v období od januára 2003 do októbra 2005 podstatne vyšší ako rozptyl sadzieb hypotekárnych úverov medzi rôznymi regiónmi Spojených štátov (grafy A a B).

#### **ÚLOHA KATALYZÁTORA V RÁMCI AKTIVÍT SÚKROMNÉHO SEKTORA**

Iniciatíva STEP (Short-Term European Paper), založená a vedená Asociáciou finančných trhov (Financial Markets Association – ACI), podporuje zjednocovanie štandardov v rámci fragmentovaných trhov s krátkodobými cennými papiermi v Európe tak, že od účastníkov trhu vyžaduje dodržiavanie trhovej konvencie STEP (STEP Market Convention), ktorá sa týka zverejňovania, dokumentácie, zúčtovania a poskytovania údajov. Od mája 2005 ACI v tejto iniciatíve podporuje Európska banková federácia (European Banking Federation – FBE), ktorá sa bude priamo podieľať na fungovaní trhu STEP. Prvý program pod značkou STEP sa očakáva začiatkom roka 2006.

ECB túto iniciatívu podporuje tým, že vystupuje ako katalyzátor, napríklad tak, že poskytuje diskusné fórum a na svojej internetovej stránke poskytuje priestor na verejnú konzultáciu ACI. Eurosystem bude poskytovať i prevádzkovú podporu. V júli 2004 sa Rada guvernérov rozhodla v zásade podporovať aktivity súvisiace so zavedením značky STEP v priebehu prvých dvoch rokov po jej zavedení. Sekretariát iniciatívy STEP, ktorý riadi FBE, bude pri udeľovaní značiek STEP spolupracovať s viacerými národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny. Rada guvernérov sa po preverení efektívnosti procesu zberu údajov zároveň rozhodla akceptovať žiadosť o priebežné zostavovanie a zverejňovanie štatistík iniciatívy STEP o výške výnosov a objeme obchodov.

V roku 2005 ECB ďalej podporovala projekt jednotnej oblasti platieb v eurách (Single Euro Payments Area – SEPA), pričom sa zasadzovala predovšetkým o včasnú realizáciu prvého cieľa tohto projektu – aby od 1. januára 2008 mali všetci obyvatelia eurozóny možnosť používať na bezhotovostné prevody, priame debety a kartové transakcie popri existujúcich národných platobných nástrojoch i platobné nástroje SEPA. ECB okrem toho sledovala postup príprav bankového sektora na dosiahnutie druhého cieľa, ktorým je vytvorenie plnohodnotnej infraštruktúry SEPA na realizáciu bezhotovostných prevodov, priamych debetov a kartových transakcií do konca roka 2010. ECB aktívne podporovala Výbor pre európske platby (European Payments Council – EPC). Zasadania Kontaktnej skupiny pre stratégiu platieb v eurách (Contact Group on Euro Payments Strategy) boli priestorom na koordináciu činností Eurosystemu a EPC na vysokej úrovni. S cieľom zabezpečiť zapojenie všetkých zainteresovaných strán Eurosystem zorganizoval viacero stretnutí s koncovými používateľmi vrátane spotrebiteľských združení, malých a stredných podnikov, maloobchodov a podnikových pokladníkov. Ďalším krokom bol dialóg s bankami zameraný na hľadanie najlepšieho spôsobu, ako zapracovať očakávania a požiadavky týchto skupín do projektu SEPA. ECB uznáva významné výsledky práce EPC v stanovovaní štandardov a obchodných pravidiel v oblasti platobných kariet, bankových prevodov a priamych debetov v systéme SEPA, zároveň však konštatuje, že odstránenie prekážok

na národnej úrovni a splnenie požiadaviek koncových používateľov si ešte vyžaduje veľký kus práce. Vzhľadom na pripravovaný prechod národných platieb na nástroje SEPA od roku 2008 ECB iniciovala dialóg na vysokej úrovni medzi centrálnymi bankami Eurosystemu a významnými úverovými inštitúciami v eurozóne, aby získala ich záväzok k investíciám spojeným s projektom SEPA a k realizácii samotného projektu.

ECB vykonala právnu a hospodársku analýzu poplatkov v rámci systémov platobných kariet v eurozóne. Okrem toho v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami uskutočnila prieskum viac ako 100 rôznych systémov elektronických platieb v EÚ, aby získala informácie o inovatívnych elektronických platbách. Výsledky tohto prieskumu budú k dispozícii v roku 2006.

V oblasti zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi vládne konkurencia medzi účastníkmi trhu, ktorí ponúkajú rôzne integračné riešenia. Aj keď Eurosystem k jednotlivým riešeniam zaujíma neutrálny postoj, zasadzuje sa o ďalšiu integráciu. Súčasťou tejto snahy boli polročné zasadania Kontaktnej skupiny pre infraštruktúru cenných papierov v eurách (Contact Group on Euro Securities Infrastructures), na ktorých zástupcovia bankového sektora a zástupcovia systémov zúčtovania cenných papierov preberali otázky integrácie systémov zúčtovania cenných papierov v eurách. Konali sa aj stretnutia s organizáciami predstaviteľov tohto odvetvia. ECB je okrem toho účastníkom Odbornej skupiny pre poradenstvo a monitorovanie zúčtovania a vysporiadania (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group), ako aj Skupiny pre právnu istotu (Legal Certainty Group), ktoré vytvorila Európska komisia v roku 2004, resp. 2005. Cieľom ECB je podporiť odstránenie pätnástich prekážok integrácie, ktoré označila Giovanniniho skupina v spojitosti s technickou a trhovou praxou, daňovými predpismi a právnymi otázkami.

Európska rámcová dohoda (European Master Agreement – EMA) je iniciatíva, ktorej cieľom je povoliť cezhraničné obchodovanie na základe legálnej rámcovej zmluvy. Ide o dohodu uzavretú vo viacerých jazykoch, s pôsobnosťou vo viacerých jurisdikciách a týkajúcu sa viacerých produktov, ktorá sa vzťahuje najmä na obchodovanie s dohodami o spätnom odkúpení, devízami, derivátmi a pôžičkami cenných papierov. ECB, ktorá sa podieľala na vypracovaní EMA, túto rámcovú dohodu už od roku 2001 používa so všetkými európskymi zmluvnými stranami v operáciách spojených s riadením devízových rezerv a v repo obchodoch s vlastnými zdrojmi, a od júna 2005 aj v obchodoch s derivátmi v 15 európskych jurisdikciách.

#### **POSKYTOVANIE PORADENSTVA V OTÁZKACH PRÁVNEHO A REGULAČNÉHO RÁMCA FINANČNÉHO SYSTÉMU**

Eurosystem sa zúčastňoval na verejných konzultáciách o Zelenej knihe o prioritách politiky finančných služieb v nasledujúcich piatich rokoch (časť 2.1 v tejto kapitole), zdokonaľovaní rámca EÚ pre investičné fondy (časť 2.3 v tejto kapitole), hypotekárnych úveroch v EÚ a systémoch zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi. ECB sa podieľala aj na činnosti Komisie v oblasti prípravy nového právneho rámca pre platobný styk (New Legal Framework for Payments), ktorého cieľom je zvýšiť efektívnosť a bezpečnosť platobného styku odstránením technických a právnych prekážok a zlepšiť ochranu spotrebiteľov.

V marci 2005 ECB prijala stanovisko k návrhu rozhodnutia Rady o podpísaní Haagskeho dohovoru o cenných papieroch uložených u sprostredkovateľov. ECB skonštatovala, že Haagsky dohovor ponúka jeden z možných spôsobov identifikácie umiestnenia účtov cenných papierov v prípade konfliktu zákonov a vyhlásila, že by uvítala komplexné hodnotenie vplyvu dohovoru v EÚ ešte pred jeho zavedením do praxe. Toto hodnotenie by nemalo ovplyvniť iniciatívy, ktoré Európske spoločenstvo podniká v oblasti zúčtovania a vysporiadania, ani potrebu vecnej reformy a harmonizácie právnych predpisov týkajúcich sa zaknihovaných

cenných papierov. ECB sa okrem toho zapájala do činnosti Medzinárodného ústavu pre zjednotenie súkromného práva (UNIDROIT) v súvislosti s návrhom medzinárodného dohovoru o harmonizovaných predpisoch pre sprostredkované cenné papiere.

#### **POSKYTOVANIE CENTRÁLNYCH BANKOVÝCH SLUŽIEB, KTORÉ PODPORUJÚ FINANČNÚ INTEGRÁCIU**

Počas roka 2005 pokračovali práce na zavádzaní systému TARGET2, ktorý je novou generáciou systému TARGET (kapitola 2, časť 2.2). Eurosystem podnikol aj prvé kroky k postupnému zavedeniu jednotného zoznamu kolaterálov v rámci Eurosystemu (kapitola 2, časť 1). Na celosvetovej úrovni sa ECB podieľala na prácach spojených s analýzou cezhraničných kolaterálových dohôd. Túto činnosť vykonávala pracovná skupina poverená Výborom krajín G10 pre platobné a zúčtovacie systémy (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS).

## 4. DOHĽAD NAD TRHOVOU INFRAŠTRUKTÚROU

Jednou zo zákonných povinností Eurosystemu je vykonávať dohľad nad platobnými a zúčtovacími systémami. Cieľom dohľadu je zabezpečiť efektívnosť a bezpečnosť celkovej organizácie platobných tokov v ekonomike. Predmetom všeobecného záujmu Eurosystemu sú aj systémy zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi, keďže výpadky v systémoch zúčtovania a úschovy kolaterálu by mohli ohroziť výkon menovej politiky a plynulé fungovanie platobných systémov. ECB do medzinárodnej diskusie o dohľade prispela v dvoch správach, ktoré v máji 2005 zverejnil Výbor pre platobné a zúčtovacie systémy (CPSS).<sup>10</sup>

### 4.1. DOHĽAD NAD SYSTÉMAMI A INFRAŠTRUKTÚROU PRE VEĽKÉ PLATBY V EURÁCH

Úloha Eurosystemu v oblasti dohľadu sa vzťahuje na všetky platobné systémy pre platby v eurách vrátane systémov, ktoré sám spravuje. Eurosystem pritom uplatňuje rovnaké štandardy na vlastné systémy i na systémy prevádzkované súkromnými osobami. Ide o tzv. Základné princípy pre systémovo dôležité platobné systémy (Core Principles for Systemically Important Payment Systems), ktoré prijala Rada guvernérov v roku 2001.

#### TARGET

Rámec dohľadu nad súčasným systémom TARGET bol zavedený v plnej miere. Pokiaľ ide o dohľad nad budúcim systémom TARGET2, v súčasnosti je zavedený všeobecný organizačný rámec. Činnosti centrálnych bánk zapojených do systému TARGET2 súvisiace s jeho dohľadom bude viesť a koordinovať ECB. Národné centrálné banky budú v prvom rade niesť zodpovednosť za výkon činností dohľadu nad miestnymi súčasťami systému – pokiaľ sa tieto súčasťi týkajú len domáceho prostredia – a budú sa podieľať na centrálnom dohľade. Vývoj systému TARGET2 monitorujú orgány dohľadu nad systémom TARGET. Systém TARGET2, rovnako ako všetky ostatné systémy pre veľké platby v eurách v eurozóne, bude musieť spĺňať štandardy stanovené Eurosystemom. V súčasnosti prebieha komplexné predbežné

hodnotenie aktuálnej verzie systému TARGET2 z hľadiska štandardov dohľadu.

Začiatkom roku 2005 uskutočnili orgány dohľadu nad systémom TARGET hodnotenie systému SORBNET-EURO, systému hrubého zúčtovania v reálnom čase v eurách (RTGS) poľskej centrálnej banky (Narodowy Bank Polski), ktorý sa má napojiť na systém TARGET prostredníctvom talianskej centrálnej banky (Banca d'Italia) a jej systému BI-REL. Ďalšie rozšírenie súčasného systému TARGET sa očakáva v kontexte rozšírenia HMÚ. Systémy RTGS, ktoré sa majú zapojiť do súčasného systému TARGET, spolu so všetkými ostatnými systémovo dôležitými infraštruktúrami pre platby v eurách v príslušných členských štátoch, sa podrobia hodnoteniu v súlade s jednotnou politikou Eurosystemu v oblasti dohľadu.

#### EURO1

EURO1 je systém čistého zúčtovania veľkých platieb v eurách, ktorý vlastní a prevádzkuje súkromná spoločnosť EBA Clearing Company. V roku 2005 sa dohľad nad systémom EURO1 zameriaval na právny základ systému. V rámci príprav systému EURO1 na vstup bánk nových členských štátov EÚ prevádzkovateľ systému požiadal o právne stanoviská podľa jurisdikcií príslušných krajín, aby si overil, že systém EURO1 bude aj naďalej spĺňať základný princíp č. 1 (Core Principle I) požadujúci náležitý právny základ. ECB v rámci svojej funkcie orgánu dohľadu nad systémom EURO1 posúdila príslušné právne stanoviská a poukázala na určité všeobecné nedostatky vo vnútroštátnych právnych predpisoch príslušných krajín, ktoré by mohli mať následne vplyv aj na spoľahlivosť ostatných platobných systémov v týchto krajinách. ECB sa týmito otázkami ďalej zaoberala v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami príslušných krajín.

<sup>10</sup> Pozri správy BIS „Central bank oversight of payment and settlement systems“ a „New developments in large-value payment systems“.



### **SYSTÉM CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT**

V systéme Continuous Linked Settlement (CLS) sa zúčtovávajú devízové transakcie v 15 menách spôsobom platba proti platbe, čím sa vo veľmi veľkej miere eliminuje riziko devízového zúčtovania.

V decembri 2005 sa prostredníctvom systému CLS zúčtovalo v priemere 194 000 transakcií za deň s priemerným denným objemom 2,6 bilióna USD.<sup>11</sup> Po americkom dolári je druhou najdôležitejšou zúčtovacou menou euro. V decembri 2005 sa prostredníctvom systému CLS denne zúčtovalo v priemere 429 mld. EUR, čo predstavuje 20 % z celkovej hodnoty zúčtovaných transakcií (objem transakcií v amerických dolároch dosiahol 47 %). Podiel eura sa v porovnaní s decembrom 2004 mierne znížil v dôsledku vyššieho počtu zúčtovacích mien v systéme CLS.

V roku 2006 uskutoční Banka pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) analýzu medzi hlavnými účastníkmi devízového trhu s cieľom identifikovať postupy zmiernovania rizík, ktoré používajú na znižovanie rizika devízového zúčtovania. Výsledky tejto štúdie budú základom hodnotenia centrálnych bánk skupiny G10 zameraného na stratégiu znižovania rizika devízového zúčtovania v zmysle správy BIS z roku 1996 s názvom „Settlement risk in foreign exchange transactions“. Predmetom hodnotenia budú opatrenia, ktoré boli zavedené od roku 1996, s cieľom určiť mieru ich úspešnosti a zistiť, či sú na dosiahnutie prijateľnej úrovne rizika devízového zúčtovania potrebné ďalšie regulačné opatrenia.

### **SWIFT**

Spoločnosť pre medzibankovú komunikáciu v oblasti financií na celosvetovej úrovni (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – SWIFT) je spoločnosť s ručením obmedzeným, ktorá poskytuje služby bezpečnej výmeny informácií viac ako 7 500 finančným spoločnostiam.

Centrálne banky spolupracujúce v oblasti dohľadu nad systémom SWIFT v roku 2005 ešte

viac upevnili praktické postupy dohľadu. Dva základné koncepty pôvodného rámca dohľadu nad systémom SWIFT platia aj naďalej, t. j. koncept spoločného dohľadu pod vedením hlavného orgánu dohľadu Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a koncept presvedčania o potrebe zavádzania zmien. Vo februári 2005 ECB a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique na tento účel podpísali formálnu dohodu o spolupráci v oblasti dohľadu nad systémom SWIFT.

### **NEPRETRŽITÁ PREVÁDZKA**

Dňa 10. mája 2005 predložila ECB na verejnú konzultáciu dokument s názvom „Payment systems business continuity“ (Nepretržitá prevádzka platobných systémov). Tento dokument obsahuje vykonávacie opatrenia na zabezpečenie nepretržitej prevádzky systémovo dôležitých platobných systémov podľa základného princípu č. 7. Zameriava sa na kľúčové prvky zabezpečenia nepretržitej prevádzky – stratégiu, plánovanie, krízový manažment a testovanie. Námety z konzultácie sa zohľadnia pri príprave finálnej verzie dokumentu v roku 2006. Postupy, ktoré tento dokument zavedie, sa budú používať pri navrhovaní a realizácii plánov zabezpečenia nepretržitej prevádzky systémovo dôležitých platobných systémov a hodnotení systémov v rámci dohľadu vykonávaného Eurosystemom.

## **4.2. RETAILOVÉ PLATOBNÉ SLUŽBY**

### **DOHLAD NAD RETAILOVÝMI PLATOBNÝMI SYSTÉMAMI**

V rokoch 2004 a 2005 uskutočnil Eurosystem hodnotenie 15 systémov retailových platieb v eurách, ktoré boli označené ako systémovo alebo mimoriadne dôležité (na základe dokumentu „Oversight standards for euro retail payment systems“, ktorý prijala Rada guvernérov v roku 2003), z hľadiska dodržiavania platných základných princípov (Core Principles) pre systémovo dôležité platobné systémy. Dva systémovo dôležité systémy a jeden mimoriadne

<sup>11</sup> Každý devízový obchod pozostáva z dvoch transakcií – každá v jednej z dvoch zúčastnených mien. V decembri 2005 sa tak prostredníctvom CLS zúčtovali obchody s priemerným denným objemom 1,3 bilióna USD (približne 1,1 bilióna EUR).

dôležitý systém dodržali všetky platné základné princípy. V ostatných systémoch boli zistené nedostatky v uplatňovaní jedného alebo viacerých základných princípov. Tieto výsledky hodnotenia však vypovedajú o stave na konci júna 2004 a navyše zistené nedostatky, ktorých závažnosť je rozdielna, sa priebežne odstraňujú.<sup>12</sup>

### 4.3. ZÚČTOVANIE A VYSPORIADANIE OBCHODOV S CENNÝMI PAPIERMI

Plynulé fungovanie systémov zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi a dohľad nad nimi majú pre Eurosystem osobitný význam. V rámci svojej pôsobnosti Eurosystem hodnotí plnenie „Štandardov používania systémov vysporiadania obchodov s cennými papiermi v EÚ v rámci úverových obchodov ESCB“ (známych ako „používateľské štandardy Eurosystemu“)<sup>13</sup> zo strany systémov vysporiadania obchodov s cennými papiermi v eurozóne, rovnako ako vzájomné väzby medzi jednotlivými systémami. Zároveň spolupracuje s orgánmi zodpovednými za reguláciu a dohľad nad systémami zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi na úrovni EÚ.

#### HODNOTENIE SYSTÉMOV VYSPORIADANIA OBCHODOV S CENNÝMI PAPIERMI Z HĽADISKA PLNENIA POUŽÍVATEĽSKÝCH ŠTANDARDOV

Eurosystem v roku 2004 v rámci pravidelného hodnotenia systémov vysporiadania obchodov s cennými papiermi odporučil zavedenie nového systému emisie, úschovy a vysporiadania obchodov s medzinárodnými dlhovými cennými papiermi. Tieto cenné papiere, ktoré spoločne vydávajú dvaja medzinárodní centrálni depozitári cenných papierov (international central securities depositories – ICSD), Euroclear Bank (Belgicko) a Clearstream Banking Luxembourg, majú významný podiel na objeme cenných papierov akceptovateľných v úverových obchodoch Eurosystemu. V roku 2005 depozitári ICSD spolu s ďalšími účastníkmi trhu spustili prípravné práce na zavedenie novej štruktúry „New Global Note“ (NGN). V rámci tejto novej štruktúry bude emisiu cenných papierov zastupovať nová forma globálneho



certifikátu na doručiteľa – NGN. V súlade s podmienkami NGN budú právne relevantný záznam o zadlženosti emitenta udržiavať depozitári ICSD. Ďalšie informácie o NGN sú k dispozícii napríklad na internetových stránkach depozitárov ICSD. Nová štruktúra by mala byť zavedená 30. júna 2006.

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

V roku 2001 schválila Rada guvernérov ECB rámec pre spoluprácu medzi ESCB a CESR v oblasti systémov zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi. Bola vytvorená pracovná skupina v zložení zástupcov jednotlivých centrálnych bánk ESCB a jednotlivých regulačných orgánov cenných papierov zastúpených v CESR. Vychádzajúc z odporúčaní, ktoré pre systémy vysporiadania obchodov s cennými papiermi vydala Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) a CPSS

<sup>12</sup> Pozri správu ECB „Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles“ z augusta 2005.

<sup>13</sup> Keďže na úrovni EÚ zatiaľ neboli zavedené harmonizované štandardy dohľadu, používateľské štandardy Eurosystemu sa považujú za de facto spoločné štandardy pre systémy vysporiadania obchodov s cennými papiermi v EÚ a z toho dôvodu sa nimi zaoberá aj táto kapitola. Tieto používateľské štandardy však nemajú predstavovať komplexný súbor štandardov pre dohľad alebo dozor nad systémami vysporiadania obchodov s cennými papiermi.

(známych ako „odporúčania CPSS-IOSCO“), táto pracovná skupina vypracovala konzultačnú správu „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“ (Štandardy zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi v Európskej únii)<sup>14</sup>, ktorej predloženie na verejnú konzultáciu schválila v októbri 2004 Rada guvernérov i CESR. Konzultačná správa obsahuje 19 štandardov,<sup>15</sup> ktorých cieľom je zvýšiť bezpečnosť, spoľahlivosť a efektívnosť zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi v EÚ. V porovnaní s odporúčaniami CPSS-IOSCO sa štandardy ESCB-CESR snažia o prehĺbenie a sprísnenie požiadaviek v niektorých oblastiach v dôsledku osobitostí európskych trhov. Hlavným cieľom štandardov ESCB-CESR je zvýšiť bezpečnosť a efektívnosť trhových infraštruktúr a podporiť tak integráciu a konkurencieschopnosť kapitálových trhov EÚ. Do úvahy sa brala aj práca, ktorú v tejto oblasti odviedla Európska komisia.

Od októbra 2004 pracovná skupina pokračuje v činnosti v nasledujúcich oblastiach: (i) príprava metodiky hodnotenia štandardov pre systémy vysporiadania obchodov s cennými papiermi, (ii) príprava štandardov a metodiky hodnotenia centrálnych protistrán, (iii) analýza otázok týkajúcich sa depozitných bánk a (iv) analýza vybraných tém v oblasti spolupráce medzi regulačnými orgánmi a orgánmi vykonávajúcimi dozor a dohľad.

Pracovná skupina svoju činnosť vykonávala otvorene a transparentne. V roku 2005 uskutočnila viacero pracovných stretnutí so zástupcami bankového sektora a sektora zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi, ktorých cieľom bolo prediskutovať konkrétne otázky a prispieť k lepšiemu vzájomnému porozumeniu praktických postupov ako i obáv príslušných orgánov z možných rizík. Okrem toho sa zlepšila spolupráca medzi centrálnymi bankami a regulačnými orgánmi na jednej strane a medzi orgánmi bankového dohľadu na strane druhej.

<sup>14</sup> Dokument je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

<sup>15</sup> Dokument je k dispozícii na internetovej stránke ECB.



**Autor**

Maria Hedlund

**Názov**

Loosing Ground, 2003

**Technika**

Štvorfarebná tlač na hliníkovom podklade

**Rozmery**

každý 85 x 76 cm

© ECB a autor



**KAPITOLA 4**

**EURÓPSKE  
A MEDZINÁRODNÉ VZŤAHY**



# 1. EURÓPSKE OTÁZKY

ECB v roku 2005 udržiavala pravidelné kontakty s inštitúciami a orgánmi EÚ. Prezident ECB sa zúčastňoval na stretnutiach Rady ECOFIN, keď sa rokovalo o otázkach spojených s úlohami a cieľmi ESCB. Predseda Euroskupiny a člen Európskej komisie sa zúčastňovali na rokovaní Rady guvernérov, pokiaľ to považovali za užitočné. Prezident a viceprezident ECB sa zúčastňovali aj na rokovaní Euroskupiny, ktorá naďalej slúžila ako osobitne dôležité fórum pre otvorený a neformálny dialóg medzi ECB, ministrami financií krajín eurozóny a Komisiou o politikách a postupoch.

## 1.1. OTÁZKY HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

### PAKT STABILITY A RASTU

V roku 2005 malo 12 členských štátov EÚ (kapitola 1, časť 2.5) nadmerný deficit. V rámci eurozóny boli postupy pri nadmernom deficite iniciované alebo prebiehali v prípade Nemecka, Grécka, Francúzska, Talianska a Portugalska, pričom postup voči Holandsku bol zrušený. V januári 2005 sa Rada ECOFIN dohodla, že vo svetle analýzy, ktorú uskutočnila Európska komisia, ďalšie iniciatívy v rámci postupu pri nadmernom deficite voči Nemecku a Francúzsku nie sú v tejto fáze potrebné. Vo februári 2005 Rada ECOFIN predložila Grécku oznámenie s požiadavkou ukončiť čo možno najskôr situáciu nadmerného deficitu, najneskôr však do roku 2006. V júli 2005 Rada ECOFIN požiadala, aby Taliansko skorigovalo svoj nadmerný deficit najneskôr do roku 2007, pričom dlhší konečný termín poskytla s ohľadom na osobitné okolnosti. V septembri 2005 stanovila Rada ECOFIN predĺžený konečný termín pre Portugalsko – najneskôr rok 2008, tiež s ohľadom na osobitné okolnosti. V januári 2006 Rada ECOFIN rozhodla o existencii nadmerného deficitu v Spojenom kráľovstve a požiadala ukončiť čím skôr situáciu nadmerného deficitu, najneskôr však do fiškálneho roku 2006/07. Medzi novými členskými štátmi sa postup pri nadmernom deficite vzťahoval na Českú republiku, Cyprus, Maďarsko, Maltu, Poľsko a Slovensko. Rozpočtová situácia v Maďarsku sa počas roka rýchlo zhoršovala a 8. novembra Rada ECOFIN

konštatovala, že opatrenia prijaté Maďarskom boli neadekvátne. Ďalšie kroky týkajúce postupov v prípade nadmerného deficitu členských štátov budú závisieť od rozpočtových výsledkov za rok 2005, ako aj od konsolidačných plánov a postupov v porovnaní s ich záväzkami na rok 2006 a na ďalšie roky.

Procedurálne pravidlá stanovené v Pakte stability a rastu sa v priebehu roka reformovali. V nadväznosti na diskusie o technických otázkach, ktoré prebiehali od polovice roka 2004, Rada ECOFIN dosiahla 20. marca 2005 politickú dohodu a zaslala Európskej rade správu, nazvanú Zlepšenie vykonávania Paktu stability a rastu (Improving the implementation of the Stability and Growth Pact). Po politickom schválení Európskou radou Rada ECOFIN ukončila formálnu revíziu paktu a novelizovala nariadenia Rady týkajúce sa Paktu stability a rastu.<sup>1</sup> V októbri 2005 Rada schválila aj revidovaný kódex správania (Code of Conduct), ktorý obsahuje procedurálne špecifikácie a usmernenia pre implementáciu paktu. Európska komisia a relevantné fóra EÚ v priebehu roka pokračovali v rozpracúvaní procedurálnych a metodologických otázok spojených s reformovaným paktom.

Zmeny v pakte zahŕňajú zavedenie špecifických strednodobých rozpočtových cieľov jednotlivých krajín s adaptačnými dráhami, s dôrazom na konsolidačné úsilie v ekonomicky priaznivých časoch. Je to časť preventívnej zložky paktu. K zmenám došlo aj v rámci postupu pri nadmernom deficite, t. j. v rámci korekčnej zložky. Významný hospodársky pokles, ktorý vylučuje krajinu z procedúry nadmerného deficitu, sa teraz definuje ako záporná ročná miera rastu reálneho HDP alebo akumulovaná strata produktu počas zdĺhavého obdobia veľmi nízkeho ročného rastu reálneho HDP v pomere

<sup>1</sup> Dňa 27. júna 2005 boli schválené dve nové nariadenia Rady: nariadenie Rady (ES) č. 1055/2005, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 1466/97 o posilnení dohľadu nad stavmi rozpočtov a o dohľade nad hospodárskymi politikami a ich koordináciou, a nariadenie Rady (ES) č. 1056/2005, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 1467/97 o určovaní a objasňovaní vykonania postupu pri nadmernom deficite.

k potenciálnemu rastu. Okrem toho, ak deficit zostáva blízko referenčnej hodnoty 3 % HDP a prekročenie je dočasné, pri posudzovaní, či je deficit nadmerný a pri určení prvého konečného termínu na jeho korekciu možno zohľadniť aj iné relevantné faktory. Tempo adaptácie, potrebné na korekciu nadmerného deficitu, sa stanoví v súlade s referenčnou hodnotou minimálneho ročného zlepšenia cyklicky upraveného salda krajiny o 0,5 % HDP očisteného o jednorazové a dočasné opatrenia. Konečný termín sa môže upraviť, ak odporúčenie alebo oznámenie Rada zmení vo svetle neočakávaných nepriaznivých hospodárskych udalostí s vážnymi negatívnymi dôsledkami na verejné financie, pokiaľ dotknutý členský štát prijal účinné opatrenia. Okrem toho zvýšil sa aj počet konečných termínov. Čo sa týka spôsobu riadenia, revidovaný pakt vyzýva k užšej spolupráci, ako aj lepšej partnerskej podpore a partnerskému tlaku medzi členskými štátmi, Európskou komisiou a Radou EÚ. Vyzýva tiež k rozpracúvaniu národných rozpočtových pravidiel, ku kontinuite rozpočtových cieľov pri nástupe novej vlády a väčšiemu zapojeniu národných parlamentov do celkového európskeho fiškálneho rámca. Napokon zdôrazňuje, že napĺňanie fiškálneho rámca a jeho dôveryhodnosť závisí v rozhodujúcej

miere od realistických makroekonomických prognóz a spoľahlivej rozpočtovej štatistiky (tiež kapitola 2, časť 4.3).

Európska centrálna banka nie je signatárom Paktu stability a rastu a nemá formálnu úlohu pri určovaní a vykonávaní postupov paktu. Zúčastnila sa však na rozhovoroch o reforme a dôsledne presadzovala potrebu rámca pre zdravú fiškálnu politiku v HMÚ, ktorý zaručí fiškálnu disciplínu. ECB vyhlásila, že pakt bol vyhovujúci vo svojej pôvodnej podobe a že meniť právne texty týkajúce sa korekčnej zložky paktu nebolo rozumné. ECB tiež zdôrazňovala, že zdokonaľiť by sa mala preventívna zložka paktu. Rada guvernérov ECB svoje stanovisko k dohode o reforme vydala v marci 2005 a pripomienky k legislatívnym návrhom Európskej komisie vydala v júni 2005 (box 12).

Reforma Paktu stability a rastu dáva príležitosť na obnovenie záväzku uskutočňovať a upevňovať zdravé fiškálne politiky, ktoré obsiahnu tak krátkodobejšie, ako aj dlhodobejšie naliehavé rozpočtové úlohy. Podstatné však je, aby členské štáty, Európska komisia a Rada EÚ uplatňovali revidovaný rámec dôsledne a konzistentne, čo povedie k zdravým fiškálnym politikám.

## Box 12

### VEREJNÉ STANOVISKÁ ECB K REFORME PAKTU STABILITY A RASTU

#### Vyhlásenie Rady guvernérov zo dňa 21. marca 2005

„Rada guvernérov ECB je vážne znepokojená navrhovanými zmenami Paktu stability a rastu. Je nevyhnutné zabrániť, aby zmeny v korekčnej zložke podkopali dôveru fiškálneho rámca Európskej únie a udržateľnosť verejných financií v členských štátoch eurozóny. Čo sa týka preventívnej zložky paktu, Rada guvernérov berie na vedomie niektoré navrhované zmeny, ktoré sú v súlade s jej možným posilnením. Zdravé fiškálne politiky a menová politika zameraná na cenovú stabilitu majú zásadný význam pre úspešnosť Hospodárskej a menovej únie. Sú základným predpokladom makroekonomickej stability, rastu a súdržnosti eurozóny. Je nevyhnutné, aby členské štáty, Európska komisia a Rada Európskej únie uplatňovali revidovaný rámec dôsledne a konzistentne a prispievali tak k realizácii obozretnej fiškálnej politiky. Za súčasných okolností je viac než kedykoľvek predtým dôležité, aby všetky zúčastnené strany plnili svoje záväzky. Verejnosť a trhy sa môžu aj naďalej spoliehať na to, že Rada guvernérov je pevne odhodlaná plniť svoj mandát udržiavať cenovú stabilitu.“

### Výňatok zo stanovísk ECB zo dňa 3. júna 2005 k novelám nariadení Rady

„Zdravé fiškálne politiky majú zásadný význam pre úspešnosť Hospodárskej a menovej únie. Sú základným predpokladom makroekonomickej stability, rastu a súdržnosti v eurozóne. Fiškálny rámec, obsiahnutý v zmluve a Pakte stability a rastu, je základným kameňom HMÚ, a je preto kľúčový pre ukotvenie očakávaní fiškálnej disciplíny. Tento na pravidlách založený rámec, ktorého cieľom je zabezpečiť udržateľnosť verejných financií a ktorý zároveň umožňuje zmierniť výkyvy produktu pomocou pôsobenia automatických stabilizátorov, musí zostať jasný, jednoduchý a vymáhateľný. Akceptácia týchto zásad uľahčí tiež transparentnosť a rovnaké zaobchádzanie pri uplatňovaní tohto rámca.“

### LISABONSKÁ STRATÉGIA

V marci 2005 Európska rada ukončila svoje strednodobé hodnotenie Lisabonskej stratégie, rozsiahleho programu hospodárskych, sociálnych a environmentálnych reforiem EÚ. Hodnotenie sa uskutočnilo po uplynutí polovice doby jej trvania v polčase medzi rokom 2000, keď sa stratégia prijala a rokom 2010, ktorý bol stanovený ako cieľový termín pre transformáciu EÚ na „najdynamickejšie sa rozvíjajúcu poznatkovo orientovanú ekonomiku sveta s najvyššou mierou konkurencieschopnosti, schopnú dosahovať trvalo udržateľný hospodársky rast s väčším počtom lepších pracovných miest a väčšou sociálnou súdržnosťou“. Vzhľadom na horizont tohto ambiciózneho cieľa a v optike jeho doteraz relatívne nepresvedčivých výsledkov realizácie, jarné zasadnutie Európskej rady v roku 2005 rozhodlo stratégiu preformulovať a jej priority sústrediť na hospodársky rast a zamestnanosť. S cieľom zlepšiť postup reforiem, schválilo aj nový administratívny rámec.

Obsah stratégie sa v zásade nezmenil. Pri zachovaní hospodárskej, sociálnej a environmentálnej dimenzie stratégie však hlavy štátov alebo vlád a predseda Európskej komisie vymedzili štyri veľké hospodárskopolitické priority na urýchlenie reforiem: podpora poznatkov a inovácií, premena EÚ na atraktívny priestor pre investovanie a prácu, podpora hospodárskeho rastu a zamestnanosti na základe sociálnej súdržnosti a podpora udržateľného vývoja.

Vzhľadom na to, že hlavným nedostatkom Lisabonskej stratégie je nedostatočné presadzovanie štrukturálnych reforiem, Európska rada zvýšila dôraz na zdokonalenie administratívneho rámca stratégie. Uskutočnili sa preto zmeny týkajúce sa pravidiel a postupov určujúcich vytváranie a uplatňovanie stratégie, zacielené na zefektívnenie procesov koordinácie hospodárskych politík v čase, medzi oblasťami jednotlivých politík a medzi EÚ a národnou úrovňou. Cieľom tohto nového administratívneho rámca je aj zvýšenie konzistencie národných programov, ich predkladania a hodnotenia.

V praxi tieto zmeny znamenajú, že Rámcové smernice pre hospodársku politiku (Broad Economic Policy Guidelines) a Smernice pre zamestnanosť (Employment Guidelines) budú začlenené do jedného balíka pod názvom „Integrované smernice pre rast a pracovné miesta“ (Integrated Guidelines for Growth and Jobs). Prvý balík bol prijatý v júni 2005 a v hrubých črtách bude platný na trojročné obdobie (2005 – 2008). Na jeseň 2005 členské štáty schválili národné reformné programy založené na Integrovaných smerniciach a menovali národných koordinátorov pre Lisabonskú stratégiu, osobnosti na vysokej vládnej úrovni, ktorých úlohou je posilniť vnútornú koordináciu krokov súvisiacich so stratégiou. Programy obsahujú detailný plán reformných postupov členských štátov do roku 2008 pri zohľadnení ich situácie a osobitných potrieb. Zahŕňajú aj realizáciu reforiem, pričom v jednom dokumente poskytujú bývalé národné správy o zamestnanosti a štrukturálnych



reformách na produktových a kapitálových trhoch (Cardiffská správa). V júli 2005 okrem toho Európska komisia prijala Lisabonský program Spoločenstva (Community Lisbon Programme), v ktorom sú obsiahnuté všetky kroky spojené s Lisabonskou stratégiou, ktoré sa majú podniknúť na úrovni Spoločenstva počas nasledujúcich troch rokov. Dosiahnutý pokrok bude Komisia hodnotiť integrovanejším spôsobom, formou ročnej správy o pokroku. Prvú takúto správu o pokroku schválila Komisia v januári 2006. Správa privítala národné reformné programy a vyzvala na ich dôslednú realizáciu.

Najpozoruhodnejšou črtou nového administratívneho rámca je jeho dôraz na zvýšenie národnej zodpovednosti za presadzovanie reforiem. Tento fakt sa považuje za zásadný pre uplatňovanie stratégie, pretože podoba štrukturálnych reforiem, a v ešte väčšej miere ich realizácia, sú z prevažnej časti v kompetencii členských štátov. Je preto potrebné, aby členské štáty plne prevzali záväzok za postupy, ktoré schvália na národných úrovniach i na úrovni EÚ. Musia ich, tak ako v prípade národných reformných programov, konzultovať s tretími stranami zúčastnenými na koncipovaní a realizácii týchto postupov na národnej úrovni, ako sú národné parlamenty a sociálni partneri. Takéto národné „vlastníctvo“ reforiem by následne malo zlepšiť výsledky členských štátov pri ich realizácii.

Európska centrálna banka prikladá veľký význam uplatňovaniu Lisabonskej stratégie a k jej úspechu prispieva uskutočňovaním menovej politiky orientovanej na stabilitu. ECB vždy zdôrazňovala prínosy štrukturálnych reforiem a víta úsilie vyvinuté vládami a sociálnymi partnermi v tomto ohľade. Prijatím vysokej

miery zodpovednosti za lisabonskú agendu členské štáty môžu uviesť do pohybu účinný cyklus reforiem. Vhodne zvolené štrukturálne reformy na trhoch tovarov, služieb, práce a na kapitálových trhoch, ako sa predpokladá v stratégii, zvýšia flexibilitu ekonomiky eurozóny, urobia ju odolnejšou voči ekonomickým šokom a nakoniec vyústia do vyššej udržateľnej dlhodobej miery rastu a vyššej úrovne zamestnanosti. Strednodobé hodnotenie bolo dôležitým krokom pre oživenie a posilnenie stratégie. Pri doterajších celkovo nepresvedčivých výsledkoch jej realizácie je zrejmé, že dosiahnutie cieľov, stanovených so zámerom čeliť výzve globalizácie, technologických zmien a starnutia populácie, bude vyžadovať väčšie úsilie.

## 1.2. INŠTITUCIONÁLNE OTÁZKY

### EURÓPSKA ÚSTAVA

Potom ako hlavy štátov alebo vlád podpísali dňa 29. októbra 2004 v Ríme Zmluvu o ústave pre Európu (Európsku ústavu) otvorili členské štáty v súlade s ich vlastnými ústavnými požiadavkami ratifikačný postup. Európsku ústavu doteraz ratifikovalo alebo temer ukončilo formálnu procedúru 15 členských štátov, reprezentujúcich viac ako 50 % obyvateľstva EÚ: Belgicko, Nemecko, Estónsko, Grécko, Španielsko, Taliansko, Cyprus, Lotyšsko, Litva, Luxembursko, Maďarsko, Malta, Rakúsko, Slovinsko a Slovensko.

Vo Francúzsku a v Holandsku, kde sa Európska ústava predložila na referendum (záväzná v prípade Francúzska, nezáväzná v prípade Holandska), sa nepodarilo získať väčšinu podporu o zhruba 5 percentuálnych bodov vo Francúzsku a okolo 12 percentuálnych bodov

v Holandsku. Odvtedy viaceré členské štáty ratifikačný proces pozastavili.

Na pozadí týchto skutočností Európska rada zvažovala ratifikáciu ústavy na svojom zasadnutí v dňoch 16. – 17. júna 2005, počas ktorého hlavy štátov alebo vlád prijali deklaráciu pripomínajúcu, že ústava bola „vypracovaná na to, aby poskytla primerané záruky toho, že rozšírená Európska únia bude fungovať demokratickejšie, transparentnejšie a efektívnejšie“. Čo sa týka výsledkov referenda vo Francúzsku a v Holandsku, Európska rada sa nedomnieva, že by výsledky spochybnili priazeň občanov pre budovanie Európy. Zároveň sa však zdá, že odhalili isté obavy občanov a že by bolo žiaduce isté obdobie reflexie, počas ktorého by sa uskutočnili rozsiahle diskusie vo všetkých členských štátoch. Európske inštitúcie boli prizvané prispieť k tejto diskusii. Aj keď Európska rada súhlasí s tým, že časový plán ratifikácie v jednotlivých členských štátoch by sa mohol v prípade potreby zmeniť, nedomnieva sa však, že by tento vývoj mohol ohroziť pokračovanie ratifikačného procesu. Európska rada sa chce k tejto otázke vrátiť v priebehu prvej polovice roka 2006, aby sa vytvorila jasnejšia perspektíva do budúcnosti a dohodol sa ďalší postup.

Podľa názoru ECB Európska ústava objasňuje právny a inštitucionálny rámec EÚ a posilňuje akčnú schopnosť Únie tak na európskej, ako aj medzinárodnej úrovni, pričom potvrdzuje jestvujúci menový rámec. ECB preto ústavu podporuje. Je však potrebné zdôrazniť, že proces ratifikácie ústavy nemá dopad na fungovanie menovej únie a neovplyvňuje stabilitu eura. Bez ohľadu na to, či to bude v podmienkach terajšej zmluvy alebo Európskej ústavy, ECB bude naďalej zabezpečovať stabilitu eura a prispievať k neinflačnému makroekonomickému prostrediu, podporujúcemu hospodársky rast a zamestnanosť.

### 1.3. VÝVOJ A VZŤAHY S KRAJINAMI PRISTUPUJÚCIMI DO EÚ A S KRAJINAMI KANDIDUJÚCIMI NA ČLENSTVO V EÚ

Základnou úlohou ECB vo vzťahu k centrálnym bankám krajín pristupujúcich do EÚ a kandidátskych krajín je prispievať k hladkému procesu menovej integrácie, v súlade s postupmi zmluvy. Z toho vyplýva, že vzťahy medzi ECB a centrálnymi bankami týchto krajín sa prirodzene zintenzívňujú, tak ako dochádza k pokroku týchto krajín na ceste k členstvu v EÚ.

Od 25. apríla 2005, keď Bulharsko a Rumunsko podpísali prístupovú zmluvu v Luxemburgu, sa guvernéri centrálnych bánk týchto dvoch krajín zúčastňujú na rokovaníach Generálnej rady ECB ako pozorovatelia. Experti z týchto dvoch centrálnych bánk sa zúčastňujú ako pozorovatelia na rokovaníach výborov ESCB (kapitola 7, časť 1.4).

V snahe prispieť k plynulej integrácii do ESCB k dátumu vstupu do EÚ, ECB svoje bilaterálne vzťahy s centrálnymi bankami Bulharska a Rumunska naďalej posilňovala. Eurosystem ako celok naďalej podporoval ich prípravu prostredníctvom programov technickej pomoci v podobe spoločných projektov financovaných z EÚ. Tieto aktivity sa zameriavali najmä na štatistiku, právne otázky, platobné systémy, menovú politiku a prevádzkové otázky, pokrývali však aj ďalšie oblasti ako finančná stabilita a dohľad, bankovky, vnútorný audit a informačné technológie.

Dátum vstupu Bulharska a Rumunska do EÚ je stanovený na 1. január 2007, prístupové zmluvy však obsahujú „ochrannú klauzulu“, ktorá umožňuje odloženie vstupu o jeden rok, ak by existovali zjavné dôkazy, že pokrok v prípravách je nedostatočný na dosiahnutie nárokov členstva v EÚ. Európska komisia zverejnila v októbri 2005 monitorovaciu správu, ktorá konštatuje, že napriek dosiahnutému pokroku zostal určitý počet oblastí vyvolávajúcich vážne obavy. Zahŕňajú boj proti korupcii a otázky spojené s fungovaním vnútorného trhu a bezpečnosti EÚ

(napr. bezpečnosť potravín a kontrola vonkajších hraníc). Európska komisia pokračovala v intenzívnom monitorovaní Bulharska a Rumunska a predpokladá, že svoje konečné odporúčanie vypracuje na jar 2006. Na základe tohto odporúčania bude potom Európska rada rozhodovať o dátume ich vstupu do EÚ.

V súlade s rozhodnutím Európskej rady z decembra 2004 sa 3. októbra 2005, potom ako rokovací rámec schválila Rada EÚ, otvorili prístupové rokovania s Tureckom. ECB pokračovala v dlhodobom dialógu na vysokej úrovni s centrálnou bankou Tureckej republiky, zahŕňajúcim ročné stretnutia na úrovni Výkonnej rady. V tejto súvislosti delegácia ECB pod vedením viceguvernéra navštívila Turecko v júli 2005. Rozhovory sa sústredili na makroekonomickú stabilizáciu Turecka a na proces štrukturálnych reforiem, na menovú politiku a politiku výmenného kurzu centrálnej banky Tureckej republiky, hospodársku situáciu v eurozóne a na úlohu centrálnych bánk pri dosahovaní finančnej stability.

Dňa 13. decembra 2004 Rada EÚ rozhodla, že prístupové rozhovory s Chorvátskom sa začnú 17. marca 2005 za podmienky, že krajina bude plne spolupracovať s Medzinárodným tribunálom pre zločiny v bývalej Juhoslávii (ICTY). Keďže spolupráca bola hodnotená ako nedostatočná, EÚ začiatok prístupových rozhovorov odložila. Dňa 3. októbra 2005 EÚ usúdila, že chorvátski predstavitelia už plne spolupracujú s ICTY a rozhodla otvoriť prístupové rozhovory. ECB naďalej posilňovala svoje dvojstranné vzťahy s Chorvátskou národnou bankou, pričom prvá oficiálna návšteva ECB na úrovni Výkonnej rady sa konala v marci 2005. Kým Chorvátsko podpíše prístupovú zmluvu, budú sa dvojstranné rokovania konať každoročne vo Frankfurtu.



## 2. MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY

### 2.1. KLÚČOVÉ ASPEKTY VÝVOJA MEDZINÁRODNÉHO MENOVÉHO A FINANČNÉHO SYSTÉMU

#### SLEDOVANIE MAKROEKONOMICKÝCH POLITÍK V GLOBÁLNEJ EKONOMIKE

Vzhľadom na hospodársku a finančnú integráciu eurozóny do globálnej ekonomiky Eurosystem pozorne sleduje a analyzuje makroekonomické politiky a základné vývojové tendencie v krajinách mimo eurozóny. Podieľa sa tiež na mnohostrannom dohľade uplatňovanom medzinárodnými organizáciami a fórami, ktorý sa uskutočňuje najmä na rokovaníach MMF, Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD), ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk skupín G7, G10 a G20, ako aj na stretnutiach guvernérov centrálnych bánk, ktoré každé dva mesiace organizuje BIS. V niektorých týchto inštitúciách a fórach ECB získala štatút člena (napríklad v G20) alebo pozorovateľa (napríklad v MMF). ECB hodnotí medzinárodný hospodárskopolitický vývoj s cieľom prispieť k stabilnému makroekonomickému prostrediu a zdravým makroekonomickým politikám.

Medzinárodné hospodárskopolitické prostredie v roku 2005 bolo dominantne ovplyvnené prehlbovaním globálnych nerovnováh bežných účtov. Vysoký deficit bežného účtu Spojených štátov sa v priebehu roka ďalej zvyšoval. Zároveň prebytky bežných účtov v Ázii zostali vysoké a dosiahli približne 0,8 % svetového HDP, pri výraznom zvýšení prebytku Číny, ktorý vyrovnal pokles prebytkov na zvyšných nových trhoch Ázie a v Japonsku. Rastúci význam pre globálne nerovnováhy mala v roku 2005, vzhľadom na rekordné ceny ropy, aj úloha krajín vyvážajúcich ropu. Prebytok bežného účtu týchto krajín, ktorý dosiahol okolo 1 % svetového HDP, prevýšil v roku 2005 prebytok ázijských krajín. Ázijské ekonomiky a ekonomiky vyvážajúce ropu pokračovali aj v akumulácii značných objemov rezervných aktív. Akumulácia rezerv bola osobitne vysoká v prípade Číny, okolo 200 mld. USD (okolo 165 miliárd EUR).

Eurosystem naďalej pri rôznych príležitostiach zdôrazňoval riziká a neistoty spojené s pretrvávaním týchto nerovnováh a zachovával

svoju plnú podporu kooperatívneho prístupu k tejto otázke, v rámci ktorého by všetky ekonomiky prispeli k systematickému odstraňovaniu jestvujúcich nerovnováh. Táto agenda medzinárodnej hospodárskej politiky zahŕňa postupy na zvýšenie úsporných opatrení v krajinách s deficitmi, na uskutočňovanie štrukturálnych reforiem v krajinách s relatívne nízkym potenciálnym rastom a na zvýšenie flexibility výmenného kurzu vo veľkých krajinách a regiónoch, ktorým táto flexibilita chýba. V tomto ohľade ECB privítala rozhodnutie čínskych predstaviteľov z júla 2005 prejsť na nový kurzový režim riadeného floatingu. Prechod k väčšej flexibilitě označila za žiaduci pre lepšie fungovanie globálnej ekonomiky a vyjadrila očakávanie, že nový kurzový režim riadeného floatingu bude príspevkom pre globálnu finančnú stabilitu.

Kapitálové toky do ekonomík s rozvíjajúcimi sa trhmi, ktoré ECB pravidelne sleduje z dôvodu ich možného vplyvu na medzinárodnú finančnú stabilitu, boli aj v roku 2005 silné, keďže ekonomická výkonnosť týchto krajín bola vo všeobecnosti vysoká. Určujúcimi externými faktormi tohto vývoja boli priaznivé podmienky medzinárodného financovania, vysoké medzinárodné ceny exportných komodít a silný rast reálneho HDP v Spojených štátoch a Číne. Posilnené domáce postupy, akomodatívne podmienky financovania a rastúci záujem zo strany zahraničných investorov umožnili niektorým záujemcom z rozvíjajúcich sa trhov vstúpiť po prvýkrát na medzinárodné dlhopisové trhy s cennými papiermi emitovanými v domácej mene. Spready bondov z nových trhov po prechodnom rozšírení v apríli, spôsobenom okrem iného obavami z rastúcej inflácie v Spojených štátoch a vyššou averziou investorov voči riziku súvisiacou so znížením ratingov niektorých amerických spoločností, sa neskôr v roku vrátili na – z historického hľadiska – nízke úrovne.

Nakoniec bola v rámci hodnotenia medzinárodnej hospodárskej situácie hodnotená aj samotná eurozóna. MMF aj OECD vypracúvali pravidelné prehľady za eurozónu, ako doplnok k prehľadom



za jednotlivé krajiny eurozóny. Prehľady skúmali menovú, finančnú a hospodársku politiku eurozóny. Konzultácie MMF podľa článku IV a prehľad OECD, vypracovaný Výborom pre ekonomické prehľady (Economic and Development Review Committee) poskytli príležitosť pre užitočnú výmenu názorov medzi týmito medzinárodnými organizáciami a ECB, predsedníctvom Euroskupiny a Európskou komisiou. MMF aj OECD následne po týchto rozhovoroch vypracovali správy hodnotiace situáciu v eurozóne.<sup>2</sup>

#### **MEDZINÁRODNÁ FINANČNÁ ARCHITEKTÚRA**

MMF v súčasnosti pripravuje strategickú správu, ktorej obsah sa diskutuje nielen v rámci samotného MMF, ale aj na rôznych medzinárodných fórach, ako sú G7 a G20. ESCB tieto diskusie sleduje a zúčastňuje sa na nich. Cieľom tejto strategickú správy je stanoviť strednodobé priority pre činnosť MMF. Dôležité oblasti, ktorým sa správa venuje sú kontrolná úloha MMF, úloha MMF v ekonomikách s rozvíjajúcimi sa trhmi a tiež otázky hlasovania a zastupovania na medzinárodných fórach.

Generálny riaditeľ MMF osobitne zdôraznil, že je nevyhnutné, aby MMF svojim členom pomáhal riešiť náročné úlohy v súvislosti s globalizáciou. V ďalších rozhovoroch o medzinárodnej politike členovia zdôraznili, že je potrebné, aby MMF kladol väčší dôraz na dvojstranné sledovanie otázok týkajúcich sa výmenných kurzov a dôsledkov národných opatrení hospodárskej politiky na medzinárodnú

ekonomiku. O otázkach adekvátnych hlasovacích práv a zastupovania na medzinárodných fórach, a osobitne v MMF, sa v uplynulých rokoch široko diskutovalo. Niektoré, osobitne ázijské členské krajiny MMF majú pocit, že ich kvóty neodzrkadľujú adekvátne ich rastúcu váhu vo svetovej ekonomike. Otázku kvót a hlasovania bude nevyhnutné prerokovať zároveň s ďalšími aspektmi strategickú správy do najbližšieho výročného zasadnutia MMF, ktoré sa bude konať v Singapure v septembri 2006. MMF pripravuje tiež svoju 13. revíziu kvót, ktorá poskytuje príležitosť zhodnotiť, do akej miery súčasné rozdelenie kvót medzi členmi MMF zodpovedá prijatým pravidlám o relatívnom hospodárskom a finančnom význame členského štátu. Revízia má byť ukončená do januára 2008.

Podpora vytvoreniu systematického krízového manažmentu je významnou témou agendy medzinárodného spoločenstva už niekoľko rokov. ESCB pokračoval v prerokovávaní otázok spojených s krízovým manažmentom a osobitne očakávanej úlohy, ktorú by pri riešení finančnej krízy mal hrať súkromný sektor. Napriek tomu, že na zlepšenie rámcov pre zapojenie súkromného sektora sa už podniklo viacero krokov, kritické problémy stále pretrvávajú, v neposlednom rade v oblasti včasného určenia potrebných postupov všetkých dotknutých subjektov. Na zhodnotenie týchto naliehavých úloh ESCB pripravil správu o zapojení súkromného sektora,

<sup>2</sup> MMF: „Euro Area Policies: Staff Report“, august 2005; OECD: „Economic Survey of the Euro Area“, júl 2005.

ktorá obsahuje súhrn skúseností z minulosti a identifikuje oblasti možného zdokonalenia rámcov pre riešenie kríz. Správa<sup>3</sup> predpokladá, že zlepšenie predvídateľnosti procesov riešenia kríz – usmerňovaním správania dlžníkov, veriteľov a oficiálneho sektora – by mohlo znížiť celkové náklady spojené s finančnými krízami a viesť k rozloženiu nákladov, čo by z hľadiska všeobecného prospechu malo byť primeranejšie než súčasná prax.

### **MEDZINÁRODNÁ ÚLOHA EURA**

Úloha eura ako medzinárodnej meny sa v roku 2005 v niektorých oblastiach naďalej postupne rozširovala. Postupne sa zvyšovalo osobitne využitie eura v medzinárodných dlhových cenných papieroch, ako menovej kotvy a intervenčnej meny a ako depozitnej meny v tretích krajinách. K väčšiemu využitiu eura ako menovej kotvy a intervenčnej meny došlo väčšinou v nových členských štátoch EÚ, v krajinách prístupujúcich do EÚ, v kandidátskych krajinách a v iných regiónoch susediacich s EÚ. Následne po rozhodnutí, ktoré MMF oznámil v decembri 2005, podiel eura v zvláštnych právach čerpania sa od 1. januára 2006 zvýšil z 29 % na 34 %. V úrokovej miere pre eurovú zložku SDR došlo k nahradeniu trojmesačnej miery EURIBOR trojmesačnou mierou EUREPO.

Na ostatných trhoch ako sú medzinárodné pôžičky a vklady, devízové trhy a oficiálne rezervy, ako aj v medzinárodnom obchode zostalo používanie eura zväčša stabilné.

ECB pokračovala v zdokonaľovaní štatistického pokrytia potrebného pre sledovanie a analýzu medzinárodnej úlohy eura. Konkrétne, novo získané údaje o menovej štruktúre dlhových cenných papierov v platobnej bilancii a medzinárodnej investičnej pozícii eurozóny prispeli k sledovaniu medzinárodného využitia eura na kapitálových trhoch (kapitola 2, časť 4.2). ECB tiež začala s výskumom faktorov súvisiacich s využitím eura v medzinárodnom obchode.

### **2.2. SPOLUPRÁCA S KRAJINAMI MIMO EÚ**

Eurosystém pokračoval v rozvíjaní svojich kontaktov s centrálnymi bankami mimo EÚ, väčšinou organizovaním seminárov a workshopov, ale tiež poskytovaním technickej pomoci, ktorá sa stala dôležitým nástrojom na podporu výstavby inštitúcií a zefektívnenie pokroku v zosúlaďovaní s európskymi a medzinárodnými štandardmi. Cieľom týchto kontaktov je získanie informácií a výmena názorov na hospodársky a menový vývoj v rozličných regiónoch sveta s potenciálnym vplyvom na globálne ekonomické prostredie a eurozónu. Eurosystém naďalej ponúka spoluprácu centrálnym bankám v susedných regiónoch a ECB zriadila malú jednotku nepretržitej technickej pomoci.

V októbri 2005 v St. Petersburgu Eurosystém uskutočnil druhý dvojstranný seminár na vysokej úrovni s centrálnou bankou Ruskej federácie. Seminár sa zaoberal menovou politikou a politikou výmenného kurzu Ruska a problémami stability bankového sektora, vznikajúcimi okrem iného z rýchleho rastu bankových pôžičiek a expanzie cezhraničných pôžičiek. Diskutovalo sa aj o otázkach poistenia vkladov a rozvoja bankového sektora. Podobné podujatia sa budú organizovať pravidelne, najbližší seminár Eurosystému sa uskutoční v Drážďanoch v roku 2006 za podpory Deutsche Bundesbank.

Projekt technickej pomoci Eurosystému centrálnej banke Ruska v oblasti bankového dohľadu, Central Banking Training III, sa skončil 31. októbra 2005. Projekt, ktorý financovala EÚ, sa začal v novembri 2003 v rámci programu Technickej pomoci Spoločenstvu nezávislých štátov (TACIS). Projekt Eurosystému realizovala ECB v spolupráci s deviatimi centrálnymi bankami eurozóny a tromi dohliadacími orgánmi

<sup>3</sup> „Managing financial crisis in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors“, ECB Occasional Paper č. 32, júl 2005.

(mimo centrálnych bánk) z EÚ.<sup>4</sup> Cieľom dvojročného programu školení bolo pomôcť centrálnej banke Ruska posilniť jej úlohu v bankovom dohľade odovzdávaním poznatkov týkajúcich sa zásad obozretného podnikania uplatňovaných v bankovom dohľade EÚ. Širším cieľom bolo posilniť stabilitu ruského bankového systému. Projekt sa realizoval najmä formou kurzov a seminárov v Rusku, na ktorých sa zúčastnilo zhruba 800 pracovníkov bankového dohľadu z centrálnej banky Ruska. Publikácia pod názvom Bankový dohľad: európske skúsenosti a ruská prax<sup>5</sup> (Banking supervision: European experience and Russian practice), dostupná v angličtine a ruštine, bola dôležitou súčasťou projektu, pretože umožnila rozširovanie know-how.

Druhý a tretí seminár Eurosystemu na vysokej úrovni s guvernérmi centrálnych bánk partnerských krajín stredomorského regiónu sa uskutočnil v Cannes dňa 9. februára 2005, resp. v Nafplione dňa 25. januára 2006. Diskusie sa orientovali okrem iného na nezávislosť centrálnych bánk a prevod platieb (Cannes) a na proces liberalizácie kapitálového účtu a pokrok v modernizácii prevádzkových rámcov menovej politiky (Nafplion).

Eurosystem prijal zodpovednosť aj za pomoc centrálnej banke Egypta pri reforme jej bankového dohľadu v kontexte celkovej reformy finančného sektora krajiny. ECB a štyri národné centrálné banky eurozóny (Deutsche Bundesbank, centrálna banka Grécka, Banque de France a Banca d'Italia) sa zaviazali uskutočniť dvojročný program technickej pomoci, zabezpečený zastúpením EÚ v Egypte v rámci Stredomorského programu pomoci (Mediterranean aid programme – MEDA). Program technickej pomoci sa začal 1. decembra 2005. Od októbra 2005 ECB tiež rozšírila – pod záštitou MMF – technickú pomoc centrálnej banke Egypta pri reforme prevádzkového rámca jej menovej politiky.

ECB pokračovala v prehlbovaní vzťahov s krajinami na západnom Balkáne, vzhľadom na to, že ide o potenciálne kandidátske krajiny na

vstup do EÚ (Macedónsko, bývalá juhoslovanská republika, dostalo štatút kandidáta v decembri 2005). Zástupcovia ECB navštívili v roku 2005 Národnú banku republiky Macedónia a centrálnu banku Albánska. Následne po prijatí dvojrychlostného modelu (twin-track) pre prístupové rokovania EÚ so Srbskom a Čiernou Horou sa uskutočnila aj návšteva zástupcov ECB v centrálnej banke Čiernej Hory.

Na Strednom Východe pokračovala ECB v rozvíjaní svojich vzťahov s Generálnym sekretariátom Rady pre spoluprácu štátov Perzského zálivu (Gulf Cooperation Council – GCC) a menovými agentúrami a centrálnymi bankami členských štátov GCC v súvislosti s plánom zaviesť do roku 2010 v členských štátoch<sup>6</sup> GCC jednotnú menu.

Dňa 28. februára 2005 ECB uskutočnila regionálne stretnutie s Výborom guvernérov centrálnych bánk Juhoafrického rozvojového spoločenstva (SADC)<sup>7</sup> s cieľom prediskutovať skúsenosti z procesov regionálnej a menovej integrácie.

ECB posilnila svoje priame vzťahy s ázijskými centrálnymi bankami, keď spolu s Bank Indonesia zorganizovala seminár na vysokej úrovni, na ktorom sa stretlo 11 guvernérov z Výkonného zasadnutia centrálnych bánk východoázijsko-tichomorského regiónu (Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP) a členovia Rady guvernérov

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank of Ireland a Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki-Finlands Bank, Rahoitustarkastus-Finansinspektionen (fínsky orgán finančného dohľadu), Finansinspektionen (švédsky orgán finančného dohľadu) a Financial Services Authority (orgán finančného dohľadu Spojeného kráľovstva).

5 Publikáciu možno získať na webovej stránke ECB cez link na tlačovú správu z 13. októbra 2005 pod názvom „Completion of central banking training project in Russia“.

6 GCC tvorí 6 členských štátov: Bahrajn, Kuvajt, Omán, Katar, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty.

7 SADC (Southern African Development Community) je regionálne zoskupenie zahrnujúce tieto krajiny južnej časti Afriky: Angola, Botswana, Demokratická republika Kongo, Lesoto, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mozambik, Namíbia, Južná Afrika, Svahilsko, Tanzánia, Zambia a Zimbabwe.



ECB. Účastníci seminára, ktorý sa konal v ECB v novembri 2005, rokovali o spôsoboch prechodu k rovnovážnejším formám globálneho rastu a diskutovali o aktuálnom vývoji a relevantných otázkach hospodárskej politiky v eurozóne a ázijsko-tichomorskom regióne. Hodnotili sa tiež skúsenosti oboch regiónov s mnohostranným makroekonomickým a finančným dozorom, spolu s otázkami cezhraničnej finančnej integrácie na celosvetovej úrovni, ako aj na úrovni eurozóny a ázijsko-tichomorského regiónu.

Čo sa týka inštitucionálnych vzťahov s krajinami Latinskej Ameriky, ECB sa zúčastnila so štatútom pozorovateľa na Výročnom zasadnutí Medziamerickej rozvojovej banky (Inter-American Development Bank), ktoré sa konalo v Okinawe začiatkom apríla. Ako spolupracujúci člen Centra pre latinsko-americké menové štúdie (Center for Latin American Monetary Studies) sa ECB naďalej angažovala vo viacerých aktivitách, realizovaných alebo spoluorganizovaných touto inštitúciou. Boli to zasadnutia guvernérov centrálnych bánk, ktoré sa konali dvakrát do roka, v apríli a septembri v Cartagene, resp. vo Washingtone D.C., a seminár o prevode platieb pracovníkov v Latinskej Amerike, ktorý sa konal v Mexico City v októbri. ECB pokračovala v úsilí o ďalšie prehĺbovanie dvojstranných vzťahov s menovými a inými oficiálnymi orgánmi regiónu Latinskej Ameriky, ktoré zahŕňalo návštevy v Mexiku, Brazílii a Argentíne. V priebehu roka 2005 ECB taktiež privítala vo Frankfurte oficiálne delegácie z viacerých ekonomík Latinskej Ameriky.





**Autor**

David Farrell

**Názov**

Ballynultagh, 2000 (zo série "Innocent Landscapes")

**Technika**

Fotografia

**Rozmery**

100 x 100 cm

© Autor



## KAPITOLA 5

# ZODPOVEDNOST

# 1. ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI A EURÓPSKEMU PARLAMENTU

Nezávislosť centrálnej banky sa v priebehu posledných desaťročí stala nevyhnutnou súčasťou menového režimu zameraného na udržiavanie cenovej stability. V moderných demokraciách však zároveň platí základné pravidlo, že každá nezávislá inštitúcia poverená plnením verejnej funkcie sa má za svoje konanie zodpovedať občanom a ich demokraticky zvoleným zástupcom. V prípade nezávislej centrálnej banky sa zodpovednosť môže vysvetľovať ako povinnosť zdôvodňovať svoje rozhodnutia občanom a ich zvoleným zástupcom, čím centrálna banka umožňuje verejnú kontrolu napĺňania jej cieľov.

ECB si už od svojho založenia uvedomuje zásadný význam zodpovednosti za svoje menovopolitické rozhodnutia, a preto vedie pravidelný dialóg s občanmi EÚ a Európskym parlamentom. Postoj ECB k tejto otázke okrem iného dokumentuje celý rad publikácií vydaných v roku 2005 a veľký počet prejavov, ktoré mali v priebehu roka členovia Rady guvernérov (kapitola 6, časť 2).

Zmluva Európskej centrálnej banke ukladá jasne stanovené oznamovacie povinnosti, medzi ktoré patrí vydávanie štvrťročných správ, týždenných finančných výkazov a výročnej správy. ECB v skutočnosti ide nad rámec týchto povinností, napríklad tým, že namiesto štvrťročnej správy vydáva mesačný bulletin, uskutočňuje mesačne tlačové konferencie a každý mesiac informuje o rozhodnutiach Rady guvernérov prijatých popri rozhodnutiach o výške úrokových sadzieb.

Pokiaľ ide o zodpovednosť ECB na inštitucionálnej úrovni, podľa zmluvy má hlavné postavenie Európsky parlament. V súlade s ustanoveniami článku 113 zmluvy prezident ECB na plenárnom zasadnutí Európskeho parlamentu v roku 2005 predložil Výročnú správu ECB za rok 2004. Okrem toho pravidelne referoval o menovej politike ECB a jej ostatných úlohách v rámci štvrťročných vystúpení v parlamentnom Výbore pre hospodárske a menové záležitosti (ECON).

Pri viacerých ďalších príležitostiach dostali možnosť vystúpiť v Európskom parlamente aj ostatní členovia Výkonnej rady. V apríli 2005 viceprezident prezentoval Výročnú správu ECB za rok 2005 vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti. V októbri výbor pozval Lorenza Biniho Smaghiho na výmenu názorov na strategické hodnotenie MMF (kapitola 4 časť 2.1).

V súlade so zaužívanou praxou delegácia členov Výboru pre hospodárske a menové záležitosti navštívila ECB, aby s členmi Výkonnej rady prediskutovala viaceré otázky. Okrem toho sa uskutočnili neformálne rozhovory s členmi Európskeho parlamentu v súvislosti so zúčtovaním a vysporiadaním obchodov s cennými papiermi v EÚ, ako aj v súvislosti s komunikáciou o spoločnej mene s dôrazom na nové členské štáty EÚ, ktoré sa pripravujú na zavedenie eura. ECB naďalej odpovedala na písomné otázky členov Európskeho parlamentu, ktoré sa týkali záležitostí patriacich do kompetencie ECB.

Podľa článku 112 zmluvy Európsky parlament sa vyjadruje ku kandidátom navrhnutým za členov Výkonnej rady pred ich vymenovaním. V rámci vypracovania stanoviska Parlament pozval Lorenza Biniho Smaghiho, aby vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti predstavil svoje názory a odpovedal na otázky členov výboru. Následne Parlament jeho menovanie schválil.

## 2. VYBRANÉ TÉMY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM

V rámci komunikácie medzi ECB a Európskym parlamentom sa riešilo široké spektrum otázok, pričom ťažiskovou témou v rámci vystúpení prezidenta ECB v Európskom parlamente bola menová politika. Niektorým ďalším témam, ktoré boli predmetom diskusie, sa venujeme v nasledujúcom texte.

### REFORMA PAKTU STABILITY A RASTU

Podstatná časť výmeny názorov medzi Európskym parlamentom a ECB sa venovala vývoju verejných financií a reforme Paktu stability a rastu. Európsky parlament vo svojom uznesení o verejných financiách v hospodárskej a menovej únii (HMÚ) prijatom vo februári 2005 varoval, že „že nadmerné vládne výdavky ohrozujú cenovú stabilitu, nízke úrokové sadzby a úrovne vládnych investícií a navyše znižujú schopnosť čeliť demografickým zmenám“. Pokiaľ ide o reformu Paktu stability a rastu, Parlament uvítal posilnenie preventívnych opatrení paktu a zvýšenie pozornosti venovanej mieram zadlženosti a lisabonským cieľom. Zároveň vyjadril svoje obavy z nejasnosti pravidiel nápravných nástrojov paktu a poľutovanie nad nevyužitou príležitosťou na posilnenie úlohy Európskej komisie.

Prezident ECB ocenil, že postoj oboch inštitúcií k tejto otázke je veľmi podobný. Počas svojich vystúpení vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti zdôraznil, že zdravá rozpočtová politika je základným predpokladom úspešnej realizácie hospodárskej a menovej únie. V tejto súvislosti uviedol, že reforma paktu je príležitosťou na prijatie nových záväzkov na zabezpečenie zdravej rozpočtovej politiky, a to za predpokladu, že upravený rámec bude zavedený a uplatňovaný dôsledne a jednotne (kapitola 4, časť 1.1).

### PRIEBEŽNÉ HODNOTENIE LISABONSKEJ STRATÉGIE

Ďalšou z pravidelných tém rozhovorov medzi ECB a Európskym parlamentom je priebežné hodnotenie Lisabonskej stratégie. Parlament vo svojich uzneseniach k tejto problematike uvítal odhodlanie Rady EÚ a Európskej komisie oživiť Lisabonskú stratégiu a vyjadril podporu novému systému riadenia. Zároveň zdôraznil,

že „ak majú byť dosiahnuté (...) hospodárske, sociálne a environmentálne ciele, je nevyhnutné zabezpečiť udržateľné makroekonomické podmienky zamerané na rast“. Parlament s poľutovaním konštatoval, že Európska rada neschválila návrh skupiny na vysokej úrovni pod vedením Wima Koka, aby Komisia zostavovala ročné prehľady o stave plnenia lisabonských cieľov v jednotlivých členských štátoch.

Podľa slov prezidenta ECB upravená Lisabonská stratégia predstavuje dobrý plán na uvoľnenie rastového potenciálu a potenciálu zamestnanosti v Európe. Zároveň sa pripojil k názoru Parlamentu, že stabilné makroekonomické prostredie je predpokladom zrýchlenia hospodárskeho rastu a zvýšenia zamestnanosti. Zdôraznil aj potrebu vzájomného porovnávania (benchmarkingu) a vzájomnej podpory na európskej úrovni v záujme účinnejšej realizácie štrukturálnych reforiem (kapitola 4, časť 1.1).

### KOMUNIKÁCIA NA TÉMU EURO A HMÚ

Európsky parlament v roku 2005 podrobne posúdil i komunikačnú politiku v súvislosti s eurom a HMÚ vo vzťahu k občanom súčasných a perspektívnych členských štátov eurozóny. Spravodajca Európskeho parlamentu poverený touto problematikou v marci navštívil ECB a diskutoval s členom Výkonnej rady José Manuelom Gonzálezom-Páramom a viacerými odborníkmi ECB. Parlament v uznesení k realizácii informačnej a komunikačnej stratégie v súvislosti s eurom a HMÚ uvítal výhody HMÚ a euro označil ako „možno najúspešnejší európsky projekt v histórii“. V snahe podporiť spoločnú menu a pripraviť perspektívnych členov eurozóny na bezproblémový prechod na novú menu Parlament zdôraznil potrebu jednotnej, ambicióznej a dlhodobej komunikačnej stratégie o otázkach eura a HMÚ. Jedným z návrhov Parlamentu bolo, aby ECB vykonávala ročnú kvantitatívnu analýzu prínosu spoločnej meny pre občanov.

Prezident ECB počas svojho vystúpenia na plenárnom zasadnutí Európskeho parlamentu zdôraznil, že ECB zvažuje všetky vhodné prostriedky na účinnejšiu komunikáciu

o otázkach prínosu spoločnej meny. Vysvetlil, že rozsiahla kvantitatívna analýza prínosov eura by mohla byť spojená s problémami súvisiacimi s metodológiou a dostupnosťou údajov. V liste adresovanom Parlamentu bolo zároveň uvedené, že analýza tohto druhu by mohla zahŕňať aj aspekty, ktoré prekračujú doménu centrálného bankovníctva.

### **FINANČNÁ INTEGRÁCIA A REGULÁCIA**

Otázky súvisiace s finančnou integráciou a reguláciou sú neustále významnou súčasťou komunikácie medzi ECB a Európskym parlamentom. Európsky parlament venoval osobitnú pozornosť aktivitám ESCB a Výboru európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (Committee of European Securities Regulators – CESR) v oblasti zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi. V uznesení k tejto problematike prijatom v júli 2005 Parlament vyhlásil, že štandardy ESCB-CESR (kapitola 3, časť 4.3) nesmú predurčovať legislatívu EÚ a zdôraznil potrebu širokej a otvorenej diskusie s tými, ktorých sa táto otázka dotýka.

Prezident ECB zdôraznil, že tieto štandardy významným spôsobom prispievajú k bezpečnosti a integrácii infraštruktúry v oblasti zúčtovania a vysporiadania obchodov s cennými papiermi a že ESCB a CESR svoje rozhodnutia prijali otvoreným a transparentným spôsobom po rozsiahlej konzultácii s účastníkmi trhu. Zároveň povedal, že štandardy ESCB-CESR nepredchádzajú ani nebránia prijatiu prípadných právnych predpisov v tejto oblasti v budúcnosti.

### **EUROBANKOVKY A EUROMINCE**

Jednou z ďalších tém, ktoré boli predmetom diskusie v roku 2005, bola aj možnosť vydávania eurových bankoviek s veľmi nízkou nominálnou hodnotou. Európsky parlament okrem toho, že prezidentovi na túto tému predložil písomné otázky, prijal i vyhlásenie adresované Európskej komisii, Rade EÚ a ECB, v ktorom ich vyzval, aby uznali potrebu vydania bankoviek v hodnote 1 EUR a 2 EUR.

Rada guvernérov v roku 2004 rozhodla, že bankovky s veľmi nízkou nominálnou hodnotou zavádzať nebude, pretože argumenty proti ich zavedeniu prevažujú argumenty za ich zavedenie. Rozhodnutie Rady guvernérov vychádzalo z nedostatočného dopytu verejnosti po bankovkách s veľmi nízkou nominálnou hodnotou, z praktických problémov, ktoré by zavedenie týchto bankoviek predstavovalo pre tretie strany, a z vysokých nákladov na ich tlač a spracovanie. Podľa vyjadrenia prezidenta sa nevyskytli žiadne nové fakty, ktoré by Radu guvernérov viedli k zmene tohto stanoviska.





**Autor**

Natividad Bermejo

**Názov**

Duérmete niño, 2000

**Technika**

Uhlík na papieri

**Rozmery**

145 x 212 cm

© ECB a autor



**KAPITOLA 6**

# **EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA**

# 1. KOMUNIKAČNÁ POLITIKA

Komunikácia je neoddeliteľnou súčasťou menovej politiky ECB a ďalších úloh, ktoré zabezpečuje. Komunikačné aktivity ECB sa vyznačujú dvoma základnými črtami – otvorenosťou a transparentnosťou. Obe prispievajú k účinnosti, efektívnosti a dôveryhodnosti menovej politiky ECB. Podporujú tiež snahu ECB v plnej miere informovať o svojej činnosti, ako sa podrobnejšie uvádza v kapitole 5.

Koncept poskytovania pravidelných a podrobných informácií o hodnotení a rozhodnutiach menovej politiky ECB v reálnom čase, ktorý bol zavedený v roku 1999, predstavuje jedinečne otvorený a transparentný prístup ku komunikácii centrálnej banky. Rozhodnutia o menovej politike sa zdôvodňujú na tlačovej konferencii okamžite po ich prijatí Radou guvernérov. Prezident ECB podáva podrobné úvodné vyhlásenie a následne spolu s viceprezidentom odpovedá na otázky novinárov. Od decembra 2004 sa rozhodnutia Rady guvernérov, prijaté popri rozhodnutiach o výške úrokových sadzieb, zverejňujú každý mesiac na internetových stránkach centrálnych bánk Eurosystemu.

Právne predpisy ECB sú k dispozícii vo všetkých 20 úradných jazykoch EÚ, rovnako ako aj konsolidované finančné výkazy Eurosystemu. Ostatné povinné publikácie ECB – výročná správa, štvrtročná verzia mesačného bulletinu a konvergenčná správa – sú k dispozícii v 19 z 20 úradných jazykov EÚ.<sup>1</sup> Z dôvodu zodpovednosti a transparentnosti voči občanom Európy a ich zvoleným zástupcom ECB vo všetkých úradných jazykoch zverejňuje aj iné materiály, najmä tlačové správy o rozhodnutiach menovej politiky, makroekonomické projekcie odborníkov a politické stanoviská, ktoré sa týkajú širokej verejnosti. Príprava, vydávanie a distribúcia hlavných publikácií ECB v národných jazykoch sa uskutočňuje v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami.

<sup>1</sup> Pre maltčinu platí dočasná výnimka.

## 2. KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY

ECB sa v rámci svojej činnosti obracia na rôzne skupiny s rôznou úrovňou vedomostí z oblasti financií a ekonómie, napr. na finančných odborníkov, médiá, vládnych predstaviteľov, parlamenty alebo širokú verejnosť. Svoje poslanie a rozhodnutia preto vysvetľuje prostredníctvom celej škály komunikačných nástrojov a aktivít, ktoré neustále zdokonaľuje v záujme zvyšovania ich účinnosti.

ECB vydáva množstvo štúdií a správ. Výročná správa podáva prehľad aktivít ECB za predchádzajúci rok a pomáha tak ECB zodpovedať sa za svoju činnosť. Mesačný bulletin prináša pravidelné aktuálne hodnotenie ekonomického a menového vývoja a podrobné informácie, ktoré sú podkladom rozhodnutí ECB. ECB prispieva k šíreniu výsledkov výskumu tým, že publikuje výskumné práce a príležitostné štúdie a organizuje študijné konferencie, semináre a workshopy.

V roku 2005 ECB v spolupráci s národnými centrálnymi bankami eurozóny pripravila súbor vzdelávacích materiálov pre tínedžerov a ich učiteľov. Jeho účelom je poskytnúť celkový a zrozumiteľný prehľad dôvodov, pre ktoré je cenová stabilita dôležitým predpokladom zabezpečenia dlhodobej prosperity, a vysvetliť spôsob, akým sa menová politika ECB snaží tento cieľ dosiahnuť. Tento informačný balík, ktorý bol vypracovaný v jazykoch krajín eurozóny a rozdistribuovaný do približne 50 000 stredných škôl na celom území eurozóny, sa skladá z osemminútového filmu, letáka pre žiakov a príručky pre učiteľov. Dá sa stiahnuť aj z internetovej stránky ECB, kde je k dispozícii vo všetkých úradných jazykoch EÚ.

ECB zdokonalila aj spôsob, akým oznamuje menovopolitické rozhodnutia finančným trhom a akým zverejňuje svoje vyhlásenia. Od februára 2005 sa mesačné tlačové konferencie vysielajú naživo na internetovej stránke ECB. Okrem toho je krátko po skončení tlačovej konferencie k dispozícii aj príslušný obrazový a zvukový záznam.



ECB spolu s BIS a centrálnymi bankami krajín G10 začala vydávať novú publikáciu nazvanú „International Journal of Central Banking“, ktorej prvé štvrťročné číslo vyšlo 19. mája 2005. Obsahuje články z teórie a praxe centrálného bankovníctva s dôrazom na výskum v oblasti menovej politiky a finančnej stability.

Všetci členovia Rady guvernérov priamo prispievajú k zvyšovaniu povedomia verejnosti o úlohách a politike Eurosystemu prostredníctvom vystúpení pred Európskym parlamentom a národnými parlamentmi, prostredníctvom verejných prejavov a poskytovaním informácií médiám. V roku 2005 členovia Výkonnej rady predniesli okolo 220 prejavov, poskytli množstvo rozhovorov a publikovali články v odborných časopisoch a novinách.

Národné centrálné banky eurozóny tiež hrajú významnú úlohu pri zabezpečovaní šírenia informácií o eure a aktivitách Eurosystemu pre širokú verejnosť a zainteresované strany na národnej úrovni. Oslovujú verejnosť na regionálnej i celoštátnej úrovni v jej vlastnom jazyku a prostredí.

ECB vo svojich priestoroch vo Frankfurtu organizuje aj exkurzie pre skupiny návštevníkov.

V roku 2005 pracovníci ECB poskytli informácie priamo vo forme prednášok a prezentácií asi 8 000 návštevníkom. Väčšinu návštevníkov tvorili vysokoškolskí študenti a odborníci z finančného sektora.

Všetky dokumenty, ktoré ECB vydáva, a informácie o jej aktivitách sú prístupné na internetovej stránke ECB. V roku 2005 bolo prostredníctvom rôznych komunikačných nástrojov prijatých a vybavených okolo 65 000 žiadostí o poskytnutie informácií.

ECB každoročne usporadúva dni kultúry, cieľom ktorých je priblížiť verejnosti, ako aj zamestnancom ECB kultúrnu rôznorodosť členských štátov EÚ. V rámci tejto iniciatívy každý rok predstavuje kultúrne bohatstvo jednej krajiny, čím podporuje lepšie pochopenie jednotlivých národov EÚ. Po dňoch portugalskej kultúry v roku 2003 a dňoch poľskej kultúry v roku 2004 sa v roku 2005 uskutočnili dni maďarskej kultúry. Akcia bola organizovaná v úzkej spolupráci s Magyar Nemzeti Bank a konala sa v dňoch 2. až 28. novembra.





**Autor**

Pedro Proença

**Názov**

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

**Technika**

Akryl na plátne

**Rozmery**

200 x 150 cm

© ECB a autor



**INŠTITUCIONÁLNY  
RÁMEC, ORGANIZÁCIA  
A ROČNÁ ÚČTOVNÁ  
ZÁVIERKA**



# 1. ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB

## 1.1. EUROSYSTÉM A EURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK



Eurosystém je systémom centrálnych bánk eurozóny. Tvorí ho ECB a národné centrálné banky dvanástich členských štátov, ktorých spoločnou menou je euro. Rada guvernérov prijala termín „Eurosystém“ s cieľom uľahčiť pochopenie štruktúry centrálného bankovníctva v eurozóne. Pojem poukazuje na spoločnú identitu, tímovú prácu a spoluprácu všetkých jeho členov. V januári 2005 ECB a národné centrálné banky (NCB) eurozóny zverejnili na svojich internetových stránkach vyhlásenie o hlavných úlohách Eurosystému spolu so strategickými zámermi a organizačnými princípmi pre výkon funkcií Eurosystému všetkými členmi.

ESCB tvorí ECB a NCB všetkých členských štátov EÚ (v súčasnosti je ich 25), t. j. patria do neho 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 národných centrálnych bánk.

Každá národná centrálna banka má právnu subjektivitu podľa národného práva svojej krajiny. Národné centrálné banky eurozóny, ktoré sú neoddeliteľnou súčasťou Eurosystému, vykonávajú úlohy zverené Eurosystému v súlade s pravidlami stanovenými rozhodovacími

orgánmi ECB. Národné centrálné banky tiež prispievajú k práci Eurosystému a ESCB svojou účasťou v rôznych výboroch Eurosystému/ESCB (časť 1.5 tejto kapitoly). Na svoju vlastnú zodpovednosť môžu tiež vykonávať funkcie nesúvisiace s Eurosystémom, za predpokladu, že podľa Rady guvernérov tieto funkcie nezasahujú do cieľov a úloh Eurosystému.

Eurosystém a ESCB sú riadené rozhodovacími orgánmi ECB: Radou guvernérov a Výkonnou radou. Generálna rada bola zriadená ako tretí orgán ECB s rozhodovacou právomocou po dobu, pokiaľ všetky členské krajiny neprijmú euro. Fungovanie rozhodovacích orgánov sa riadi Zmluvou a Štatútom ESCB a príslušným rokovacím poriadkom<sup>1</sup>. Rozhodovacie procesy v Eurosystéme a ESCB sú centralizované. Spoločne však ECB a národné centrálné banky eurozóny prispievajú, na strategickej i operatívnej úrovni, k dosiahnutiu spoločných cieľov, s náležitým ohľadom na zásadu decentralizácie v súlade so Štatútom 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 nariadení a prijímanie rozhodnutí potrebných na zabezpečenie plnenia úloh zverených Eurosystému;
- formuláciu menovej politiky eurozóny vrátane prípadných rozhodnutí týkajúcich sa prechodných menových cieľov, kľúčových úrokových sadzieb a zabezpečenia rezerv v Eurosystéme, ako aj tvorbu potrebných usmernení na ich implementáciu.

Rada guvernérov sa spravidla schádza dvakrát mesačne v priestoroch ECB vo Frankfurte nad Mohanom. Na svojom prvom zasadaní v mesiaci Rada vykonáva najmä hĺbkovú analýzu menového a hospodárskeho vývoja

a rozhoduje o menovej politike na daný mesiac. Na druhom zasadaní prerokúva otázky týkajúce sa iných úloh a povinností ECB a Eurosystému. V r. 2005 sa dve zasadania konali mimo Frankfurtu: jedno hostila Deutsche Bundesbank v Berlíne a druhé Bank of Greece v Aténach.

Pri prijímaní rozhodnutí o menovej politike a o iných úlohách ECB a Eurosystému členovia Rady guvernérov nevystupujú ako zástupcovia svojich krajín, ale ako úplne nezávislé osoby, čo zodpovedá princípu „jeden člen, jeden hlas“, ktorá sa uplatňuje v Rade guvernérov.

<sup>1</sup> 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. júna 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. októbra 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.



## RADA GUVERNÉROV



**Jean-Claude Trichet**

prezident ECB

**Lucas D. Papademos**

viceprezident ECB

**Lorenzo Bini Smaghi** (od 1. júna 2005)

člen Výkonnej rady ECB

**Jaime Caruana**

guvernér, Banco de España

**Vítor Constâncio**

guvernér, Banco de Portugal

**Vincenzo Desario**

(od 20. decembra 2005 do 15. januára 2006)

úradujúci guvernér, Banca d'Italia

**Mario Draghi** (od 16. januára 2006)

guvernér, Banca d'Italia

**Antonio Fazio** (do 19. decembra 2005)

guvernér, Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**

guvernér, Bank of Greece

**José Manuel González-Páramo**

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**

guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

guvernér, Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

guvernér, Banque de France

**Tommaso Padoa-Schioppa** (do 31. mája 2005)

člen Výkonnej rady ECB

**Guy Quaden**

guvernér, Nationale Bank van België/Banque  
Nationale de Belgique

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

členka Výkonnej rady ECB

**Axel A. Weber**

prezident, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

prezident, De Nederlandsche Bank

**Tretí rad (zľava):**

Lorenzo Bini Smaghi,  
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Druhý rad (zľava):**

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,  
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,  
John Hurley, Guy Quaden

**Prvý rad (zľava):**

Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,  
Christian Noyer



### 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):

Lorenzo Bini Smaghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

#### Prvý rad (zľava):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet (prezident),  
Lucas D. Papademos  
(viceprezident)



#### Jean-Claude Trichet

prezident ECB

#### Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

**Lorenzo Bini Smaghi** (od 1. júna 2005)

člen Výkonnej rady ECB

**José Manuel González-Páramo**

člen Výkonnej rady ECB

#### Otmar Issing

člen Výkonnej rady ECB

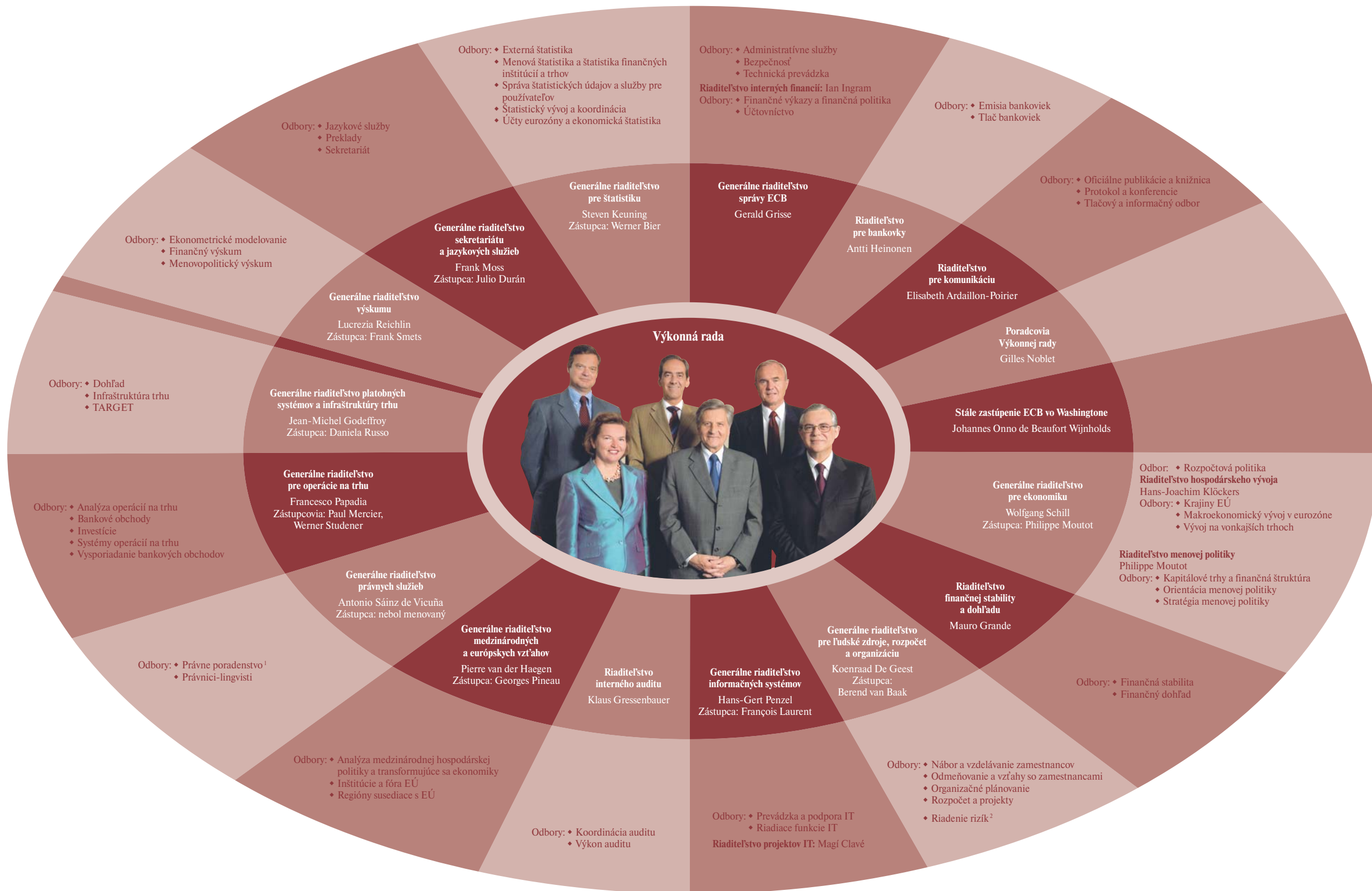
#### Tommaso Padoa-Schioppa

(do 31. mája 2005)

člen Výkonnej rady ECB

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

členka Výkonnej rady ECB



**Výkonná rada**

Zadný rad (zľava): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing  
 Predný rad (zľava): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (prezident), Lucas D. Papademos (viceprezident)

<sup>1</sup> Vráttane ochrany údajov.  
<sup>2</sup> 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 najmä úlohy prevzaté od Európskeho menového inštitútu, ktoré je ECB povinná vykonávať, keďže euro zatiaľ neprijali všetky členské štáty EÚ. V roku 2005 mala Generálna rada štyri zasadania. V marci 2005 Generálna rada rozhodla pozvať guvernérov centrálnych bánk

Bulharska a Rumunska, aby sa od dátumu podpísania zmluvy o pristúpení zúčastňovali na jej zasadnutiach ako pozorovatelia. Toto rozhodnutie bolo prijaté v súlade s prístupom uplatneným v roku 2003 voči 10 centrálnym bankám pristupujúcich krajín, zohľadňujúc potrebu spolupráce s pristupujúcimi krajinami pri ich príprave na vstup do ESCB. 16. júna 2005 sa guvernéri centrálnych bánk Bulharska a Rumunska zúčastnili ako pozorovatelia po prvýkrát na rokovaní Generálnej rady.



##### Tretí rad (zľava):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen,  
Ilmārs Rimševičs, Lars Heikensten,  
Zdeněk Tůma, Axel A. Weber,  
Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

##### Druhý rad (zľava):

Nicholas C. Garganas,  
Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz,  
Vítor Constâncio, Klaus Liebscher,  
Antonio Fazio, John Hurley,  
Zsigmond Járαι

##### Prvý rad (zľava):

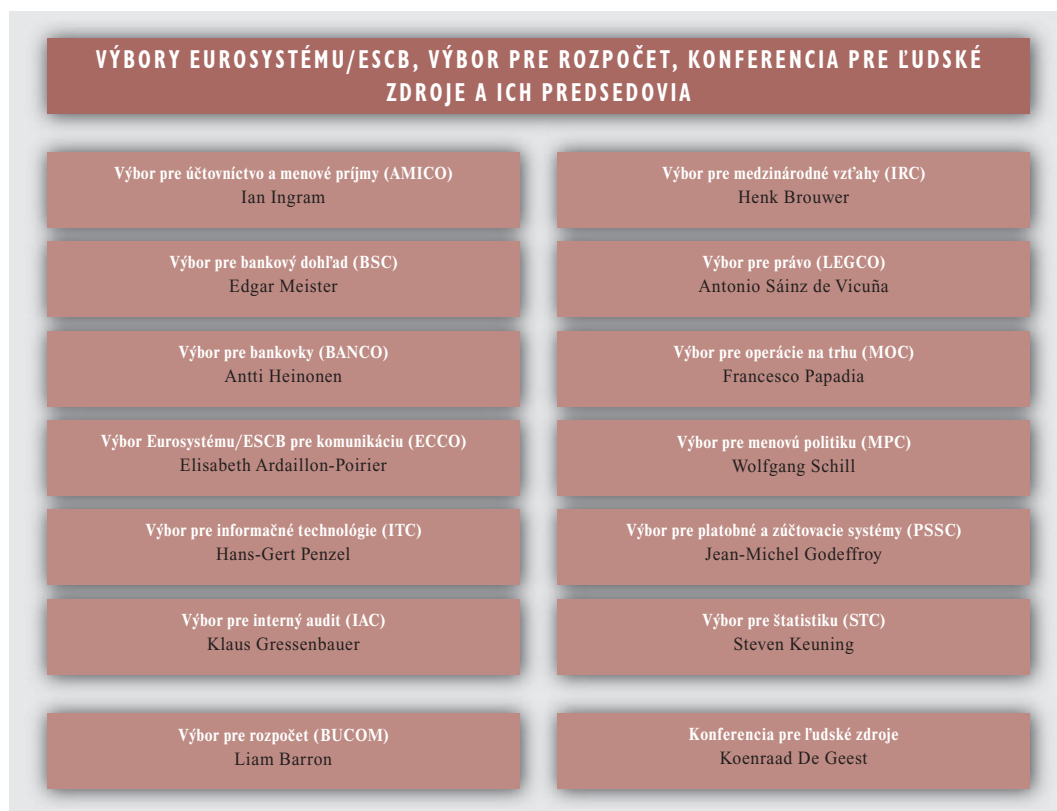
Yves Mersch,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Christodoulos Christodoulou,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Michael C. Bonello, Nout Wellink,  
Christian Noyer, Guy Quaden

Poznámka: Mervyn King a  
Ivan Šramko sa zasadania, na  
ktorom bola táto fotografia  
urobená, nemohli zúčastniť.

**Jean-Claude Trichet**, prezident ECB  
**Lucas D. Papademos**, viceprezident ECB  
**Bodil Nyboe Andersen** (do 31. októbra 2005)  
guvernérka, Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
prezident, Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein** (od 1. novembra 2005)  
guvernér, Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello**  
guvernér, Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana**, guvernér, Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
guvernér, Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio**  
guvernér, Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario**  
(od 20. decembra 2005 do 15. januára 2006)  
úradujúci guvernér, Banca d'Italia  
**Mario Draghi** (od 16. januára 2006)  
guvernér, Banca d'Italia  
**Antonio Fazio** (do 19. decembra 2005)  
guvernér, Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
guvernér, Bank of Greece  
**Mitja Gaspari**, guvernér, Banka Slovenije  
**Lars Heikensten** (do 31. decembra 2005)  
guvernér, Sveriges Riksbank

**John Hurley**, guvernér, Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
**Stefan Ingves** (od 1. januára 2006)  
guvernér, Sveriges Riksbank  
**Zsigmond Járαι**, prezident, Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King**, guvernér, Bank of England  
**Vahur Kraft** (do 6. júna 2005)  
guvernér, Eesti Pank  
**Klaus Liebscher**  
guvernér, Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen**  
guvernér, Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Andres Lipstok** (od 7. júna 2005)  
guvernér, Eesti Pank  
**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 Rimševičs**, guvernér, Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
predseda Rady, Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko**, guvernér, Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma**, guvernér, Česká národní banka  
**Axel A. Weber**, prezident, Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink**, prezident, De Nederlandsche Bank

## 1.5. VÝBORY EUROSISTÉMU/ESCB, VÝBOR PRE ROZPOČET A KONFERENCIA PRE ĽUDSKÉ ZDROJE



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 nápomocní 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. Od podpísania zmluvy o pristúpení v apríli 2005, nadväzne na rozhodnutie pozvať guvernérov pristupujúcich krajín, aby sa zúčastňovali zasadnutí Generálnej rady, experti z centrálnych bánk Bulharska a Rumunska sú prizývaní na rokovania výborov

ESCB ako pozorovatelia, ak sú na programe otázky spadajúce do pôsobnosti Generálnej rady. 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.

V novembri 2005 Rada guvernérov zriadila podľa článku 9a rokovacieho poriadku ECB Konferenciu pre ľudské zdroje (podrobnejšie v časti 2 tejto kapitoly).



## 1.6. RIADENIE INŠTITÚCIE

Popri rozhodovacích orgánoch sa na riadení 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 audítor<sup>2</sup> na overenie ročnej účtovnej závierky ECB (článok 27.1 Štatútu ESCB) a Európsky dvor audítorov, ktorý skúma efektívnosť riadenia ECB (článok 27.2). Výročná správa Európskeho dvora audítorov spolu s vyjadrením ECB sa uverejňuje v Úradnom vestníku Európskej únie a na internetovej stránke ECB.

V auguste 2002 sa Rada guvernérov rozhodla zaviesť princíp rotácie audítorských spoločností, aby posilnila plnú dôveru verejnosti v nezávislosť externého audítora ECB. Toto rozhodnutie sa realizovalo ako súčasť procesu menovania externého audítora ECB.

### VNÚTORNÁ KONTROLA

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 predkladajú návrhy týkajúce sa konkrétnych otázok s dopadom na ECB ako celok aj odborníci generálneho riaditeľstva pre ľudské zdroje, rozpočet a plánovanie.

Vnútornú kontrolu vykonáva riaditeľstvo vnútorného auditu nezávisle od kontrolnej štruktúry a monitorovania rizika v ECB. Za činnosť vnútorných audítorov ECB

zodpovedá Výkonná rada. V súlade s mandátom definovaným Stanovami auditu ECB<sup>3</sup> vnútorní audítori priebežne vyhodnocujú adekvátnosť a efektívnosť systému vnútornej kontroly ECB a kvalitu výkonu ECB pri plnení určených povinností. Vychádzajú pri tom z Medzinárodných štandardov pre odborný výkon vnútorného auditu stanovených Inštitútom vnútorných audítorov.

Výbor Eurosystemu/ESCB pre interný audit, ktorý je tvorený vedúcimi útvarov vnútorného auditu ECB a národných centrálnych bánk, zodpovedá za koordináciu výkonu auditu spoločných projektov Eurosystemu/ESCB a prevádzkových systémov.

V ECB sú v platnosti dva Kódexy správania (Code of Conduct). Prvý je pre členov Rady guvernérov a upravuje ich zodpovednosť za morálnu integritu a dôveryhodnosť Eurosystemu a efektívnosť jeho činnosti.<sup>4</sup> Stanovuje etické štandardy pre členov Rady guvernérov a ich zástupcov pri výkone tejto funkcie. Rada guvernérov vymenováva tiež svojho poradcu, ktorý členom rady poskytuje poradenstvo v niektorých otázkach profesionálneho vystupovania. Druhým je Kódex správania ECB, ktorý upravuje konanie pracovníkov ECB a členov Výkonnej rady, od ktorých sa očakáva vysoký štandard profesionálnej etiky pri výkone ich povinností.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup>

2 Na základe súťažných výsledkov z roku 2002 bola za externého audítora ECB s päťročným mandátom na roky 2003 až 2007 vymenovaná audítorská spoločnosť KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

3 Stanovy sú zverejnené na internetovej stránke ECB, aby sa podporila transparentnosť auditov v ECB.

4 Pozri Kódex správania členov Rady guvernérov, Ú. v. 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.

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 nariadenie<sup>7</sup> s cieľom zvýšiť účinnosť boja proti podvodom, korupcii a ďalším nezákonným činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev. Nariadenie upravuje najmä interné vyšetrovanie Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF) v inštitúciách, orgánoch, úradoch a agentúrach Spoločenstva v prípadoch podozrenia z podvodu.

Nariadenie predpokladá, že každá z uvedených inštitúcií prijme rozhodnutia, ktoré úradu umožnia vykonávať v nich vyšetrovanie. V júni 2004 Rada guvernérov prijala rozhodnutie<sup>8</sup> o podmienkach vyšetrovania Európskej centrálnej banky Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF), ktoré vstúpilo do platnosti 1. júla 2004.

### **PRÍSTUP VEREJNOSTI K DOKUMENTOM ECB**

V marci 2004 prijala Rada guvernérov rozhodnutie o verejnom prístupe k dokumentom ECB<sup>9</sup>, ktoré je v súlade 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. V roku 2005 bol počet žiadostí o sprístupnenie dokumentov nízky.

7 Nariadenie (EK) č. 1073/1999 Európskeho parlamentu a Rady z 25.5.1999 o vyšetrovaní vedenom Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF), Ú. v. L 136, 31.5.1999, s. 1.

8 Rozhodnutie ECB/2004/11 o podmienkach vyšetrovania Európskej centrálnej banky Európskym úradom pre boj proti podvodom v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupcii a všetkým ostatným nezákonným činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev, 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, ECR I-7147.

9 Ú. v. L 80, 18.3.2004, s. 42.



## 2. ORGANIZAČNÝ VÝVOJ

### 2.1. ĽUDSKÉ ZDROJE

#### PERSONÁLNE ZABEZPEČENIE

Celkový počet rozpočtovaných zamestnaneckých miest na rok 2005, vyjadrený ako ekvivalent plného pracovného času (FTE), predstavoval 1 369,5 miest v porovnaní s 1 362,5 miestami v roku 2004. Na konci roka 2005 zamestnávala ECB 1 360 pracovníkov so zmluvami na dobu neurčitú alebo zmluvami na dobu určitú v trvaní najmenej 12 mesiacov, čo zodpovedá 1 351 miestam podľa FTE.<sup>10</sup> Po 15. máji 2005 začala ECB prijímať žiadosti od štátnych príslušníkov dvoch prístupujúcich krajín, Bulharska a Rumunska. Prijímanie všetkých pracovníkov z vonkajších zdrojov na obsadenie stálych miest sa vykonávalo v prípade manažérskych miest a miest poradcov na základe zmlúv na dobu určitú na obdobie piatich rokov a v prípade všetkých ostatných zamestnancov na základe zmlúv na dobu určitú na obdobie troch rokov.

V roku 2005 uzatvorila ECB 106 krátkodobých zmlúv v porovnaní so 123 v roku 2004 na obdobie kratšie ako rok z dôvodu dočasných personálnych potrieb (nahradenie pracovníkov na materskej, rodičovskej alebo neplatennej dovolenke atď.).

V súlade s jedným z organizačných princípov Eurosystemu, ktorý stanovuje, že „všetci členovia Eurosystemu podporujú vzájomnú výmenu pracovníkov, know-how a skúseností“, prijala ECB 80 odborníkov z národných centrálnych bánk ESCB, ako aj z Bulharskej národnej banky a Banca Națională a României na krátke obdobie od 3 do 11 mesiacov. Tieto krátkodobé pobyty boli pre pracovníkov ECB a NCB veľmi užitočnou príležitosťou na vzájomné odovzdávanie skúseností, čím sa upevňuje duch tímovej spolupráce v ESCB. Prispeli aj k príprave na ďalšie rozšírenie EÚ a na budúcu integráciu Bulharskej národnej banky a Banca Națională a României do ESCB.

V roku 2005 poskytla ECB praktikantské stáže 158 študentom a absolventom zamerané na ekonomické odbory, štatistiku, podnikovú ekonomiku, právo a prekladateľstvo. Z týchto stáží patrilo 10 do Graduate Research

Programme, ktorý sa orientuje na mimoriadne talentovaných študentov výskumu v pokročilom štádiu ich doktorandského štúdia.

Na programe Research Visitor Programme, ktorý sa zameriava na špecifické výskumné projekty vysokej úrovne v oblasti menovej politiky, sa v roku 2005 zúčastnilo 19 výskumníkov oproti 18 v roku 2004.

Absolventský program (ECB's Graduate Programme), ktorý sa zameriava na nedávnych absolventov so širokým vzdelanostným záberom, sa začal v roku 2005 výzvou na prejavenie záujmu. Prijímanie prvých absolventov sa očakáva v roku 2006.

#### INTERNÁ MOBILITA

Interná mobilita predstavuje príležitosť pre pracovníkov rozšíriť svoje odborné znalosti a je prostriedkom na zlepšenie synergie medzi pracovnými oblasťami. V súvislosti s tým má interná politika získavania pracovníkov, ktorá kladie väčší dôraz ako v minulosti na širšie kompetencie, za cieľ ďalej uľahčiť internú mobilitu pracovníkov. Internú mobilitu podporujú aj ďalšie iniciatívy, napríklad výmeny medzi pracovníkmi a dočasné interné presuny na nové funkcie v súvislosti s absenciou kolegov. V roku 2005 bolo viac ako 100 pracovníkov interne preradených na iné pracovné miesto.

#### EXTERNÁ MOBILITA

Zamestnanci ECB boli naďalej vysielaní do národných centrálnych bánk alebo iných príslušných medzinárodných a európskych inštitúcií (napríklad Európskej komisie a MMF) na obdobie 2 až 12 mesiacov. Na programe pre externú pracovnú skúsenosť sa v roku 2005 zúčastnilo 15 zamestnancov. ECB tiež poskytla neplatené voľno do troch rokov zamestnancom, ktorí chceli ísť pracovať do NCB alebo inej akceptovateľnej finančnej organizácie. V roku 2005 využilo túto možnosť 14 zamestnancov.

<sup>10</sup> V porovnaní s 1 314 zamestnancami zamestnanými na základe zmlúv na dobu neurčitú alebo zmlúv na dobu určitú na konci roka 2004, čo zodpovedalo 1 309 miestam podľa FTE.

## BUDOVANIE ĽUDSKÝCH ZDROJOV

Uplatňovanie novej stratégie ľudských zdrojov (HR), ktorá začala v roku 2004, pokračovalo aj v roku 2005. Táto stratégia HR sa okrem podpory mobility, vrátane rotácie na manažérskych pozíciách, sústreďuje na rozvoj riadenia ECB. Pokračovalo sa v zlepšovaní manažérskych a riadiacich schopností prostredníctvom odbornej prípravy, individuálneho coachingu a programu spätnej väzby z viacerých zdrojov. Tohtoročný program, ktorý je povinný pre všetkých manažérov, poskytuje hodnotenie príslušnými zamestnancami a jeho výsledky sa započítavajú do ročného hodnotenia práce manažérov ECB. Program vyššej odbornej prípravy manažmentu sa ďalej rozšíril aj na riadenie práce zamestnancov a organizačných zmien.

Do politiky ľudských zdrojov sa postupne implementovalo šesť spoločných hodnôt ECB (spôsobilosť, účinnosť a efektívnosť, bezúhonnosť, zmysel pre tímovú spoluprácu, transparentnosť a zodpovednosť, a práca v prospech Európy), ktoré boli vytýčené v roku 2004. Prvé kroky zavádzania týchto hodnôt do každodenného správania a práce zamestnancov sa týkali podpory iniciatív na rozvoj týchto hodnôt do konkrétnych noriem správania a opatrení, a zapracovania týchto hodnôt do hodnotenia práce zamestnancov.

Nepretržité získavanie a rozvoj schopností a spôsobilostí je jedným z najdôležitejších aspektov stratégie HR ECB. Základnou zásadou je, že zodpovednosť za vzdelávanie a rozvoj má rôzne úrovne. ECB zabezpečuje rozpočtové prostriedky a rámec odbornej prípravy, manažéri definujú potreby odbornej prípravy so zreteľom na zabezpečenie udržiavania vysokej úrovne odborných znalostí a schopností zamestnancov, ktorá je potrebná z hľadiska ich súčasnej pozície, a zamestnanci majú prvoradú zodpovednosť za svoje vzdelávanie a rozvoj. Zamestnanci a manažéri môžu okrem viacerých interných možností odbornej prípravy využívať aj externé možnosti uspokojovania konkrétnych individuálnych potrieb odbornej prípravy „technickejšej“ povahy. Môžu využívať aj



príležitosti odbornej prípravy, organizované ako spoločné programy ESCB alebo poskytované národnými centrálnymi bankami.

V rámci politiky nadstavbovej odbornej prípravy poskytla ECB podporu 19 zamestnancom na získanie kvalifikácie, ktorá zvýši ich odbornú spôsobilosť nad úroveň požiadaviek ich súčasnej pozície.

## KONFERENCIA PRE ĽUDSKÉ ZDROJE A OPATRENIA V NADVÄZNOSTI NA VYHLÁSENIE O ÚLOHÁCH EUROSYSTÉMU

Rada guvernérov zriadila Konferenciu pre ľudské zdroje (HRC), čím sformalizovala dlhodobú vzájomnú spoluprácu predstaviteľov personálnych útvarov centrálnych bánk EÚ. Jej cieľom je podporovať spoluprácu a zmysel pre tímovú spoluprácu medzi Eurosystemom a centrálnymi bankami ESCB v oblasti riadenia ľudských zdrojov. Bez toho, aby bola dotknutá výhradná kompetencia národných centrálnych bánk a ECB v oblasti ľudských zdrojov, udelila Rada guvernérov Konferencii pre ľudské zdroje mandát na výmenu skúseností, odborných znalostí a informácií o príslušných politikách a praktikách v oblasti ľudských zdrojov. HRC bude okrem iného prispievať k zisťovaniu príležitostí spoločných činností odbornej prípravy a k rozvoju opatrení na podporu výmeny zamestnancov. Bude tiež koordinovať činnosti spoločného záujmu v oblasti ľudských zdrojov.

Rada guvernérov 1. septembra 2005 rozhodla o viacerých konkrétnych opatreniach na podporu Vyhlásenia o úlohách Eurosystemu, uverejneného v januári 2005. HRC a Výbor pre komunikáciu Eurosystemu/ESCB boli následne poverené vykonaním schválených opatrení. Dodanie konkrétneho významu vyhláseniu o úlohách pre každodennú prácu zamestnancov Eurosystemu bude predstavovať priebežný proces.

## RÔZNORODOSŤ V RIADENÍ

Snahou v tejto oblasti je využiť rozdiely medzi zamestnancami 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 zamestnáva pracovníkov z 25 členských štátov EÚ, ako aj z dvoch prístupujúcich krajín. ECB preto integrovala otázku rôznorodosti v riadení do svojej každodennej činnosti, čo umožňuje prejaviť uznanie individuálnym odborným spôsobilostiam pracovníkov a ich plné využitie, aby tak umožnila vysoký výkon, ktorý ECB potrebuje na plnenie svojich úloh. V roku 2005 sa ďalej rozvíjala všeobecná politika rôznorodosti, rámcová politika dôstojnosti pri práci a návrh na monitorovanie otázok rôznorodosti.

## 2.2. SKÚMANIE ÚČINNOSTI A EFEKTÍVNOSTI ECB

ECB ako verejná inštitúcia má záväzok poskytovať najlepšie služby pri najnižších nákladoch. ECB sa ako doplnok súčasných vnútorných a vonkajších mechanizmov kontroly, ktorými sa trvale monitoruje plnenie tohto záväzku, rozhodla preskúmať svoju účinnosť a efektívnosť vykonaním hodnotenia metódou tzv. rozpočtovania z nulovej základne (ZBB – *zero-based budgeting*), do ktorého sa aktívne zapojili jej pracovníci a manažment. ZBB znamenalo preskúmanie účinnosti a efektívnosti činností všetkých pracovných oblastí ECB „na zelenej lúke“, vykonané prostredníctvom analýzy činností a výstupov všetkých pracovníkov a manažmentu ECB.

Výkonná rada rozhodla na základe záverov ZBB, že je potrebné ušetriť väčšie množstvo pozícií, ale bez prepustenia zamestnancov. Počas niekoľkých mesiacov roku 2005 sa dočasne zastavilo prijímanie zamestnancov a hodnotilo sa možné preradenie niektorých zamestnancov v rámci inštitúcie. Výkonná rada prijala viaceré ďalšie opatrenia týkajúce sa širšieho okruhu organizačných záležitostí v rámci rôznych pracovných oblastí ECB a vzťahov medzi nimi. Medzi tieto opatrenia

patrí: vytvorenie centrálného úradu pre obstarávanie v rámci generálneho riaditeľstva správy ECB, zlúčenie riaditeľstva plánovania a kontroly s riaditeľstvom ľudských zdrojov do nového generálneho riaditeľstva ľudských zdrojov, rozpočtu a organizácie, vyjasnenie rozdelenia zodpovednosti medzi generálnym riaditeľstvom informačných systémov a inými obchodnými oblasťami ECB v súvislosti s uplatňovaním IT, koncentrácia štatistickej práce v generálnom riaditeľstve pre štatistiku a vylepšenie funkcie riadenia prevádzkových rizík.

## 2.3. NOVÉ PRIESTORY ECB

Dňa 13. januára 2005 Rada guvernérov dospela k rozhodnutiu o architektonickom návrhu budúcich priestorov ECB. Po starostlivom zvážení a rozsiahlych diskusiách opierajúcich sa o výberové kritériá sa Rada guvernérov rozhodla v prospech revidovaného návrhu architektonickej kancelárie COOP HIMMELB(L)AU, ktorá vyhrala medzinárodnú urbanisticko-architektonickú súťaž. Súčasne Rada guvernérov dala zelenú etape optimalizácie, ktorej cieľom je prehodnotiť funkčné, priestorové a technické požiadavky tak, aby sa minimalizovali náklady a optimálne využili zdroje.

Dňa 15. decembra 2005 Rada guvernérov schválila prispôbenú koncepciu architektonického návrhu nových priestorov ECB kancelárie COOP HIMMELB(L)AU. Táto nová koncepcia v plnej miere splnila požiadavky ECB. Odhadnuté stavebné náklady sa dobre zmestili do predpokladaného nákladového rámca 500 mil. EUR. Stavebné náklady na nové priestory pokryjú výstavbu, technickú infraštruktúru a krajinné úpravy, ako aj určité potrebné vybavenie a zvláštne požiadavky používateľov, ktoré zabezpečia riadny chod ECB ako modernej centrálnej banky. Rámec celkových investičných nákladov nezahŕňa iba stavebné náklady, ale aj ostatné nákladové prvky, ktoré sú potrebné na dokončenie projektu. Tieto ostatné nákladové prvky pokrývajú najmä náklady na kúpu budovy Grossmarkthalle



s pozemkom, následnú prípravu staveniska a prívod inžinierskych sietí, všetky urbanistické poplatky a iné položky, napríklad na vydanie stavebného povolenia, vybavenie nábytkom a na informačné technológie. Odhaduje sa, že tieto náklady dosiahnu 350 mil. EUR, z čoho približne 80 mil. EUR sa už investovalo na kúpu pozemku s budovou, prípravu staveniska a prívod inžinierskych sietí, ako aj na architektonickú súťaž. Celkové investičné náklady, vrátane stavebných a ostatných nákladov, sa preto odhadujú na 850 mil. EUR. Pri odhade nákladov sa použila metodika zvyčajná pre tento typ projektu a vychádzalo sa zo stálych cien z roku 2005.

Táto optimalizačná fáza priniesla viaceré zmeny architektonického návrhu. Po prvé bol do návrhu začlenený nový architektonický prvok, ktorý pretne Grossmarkthalle, spojí túto halu s výškovými časťami komplexu a poskytne osobitný vchod do nových priestorov ECB zo severu. Po druhé sa zvýšilo využitie Grossmarkthalle a zlepšil sa pohľad na túto halu z juhu. Pri tomto optimalizovanom návrhu sa architektonické aspekty výškových častí a ich hlavná úloha poskytovať kancelárske

priestory nezmenili. Dňa 15. decembra 2005 Rada guvernérov rozhodla aj o tom, že etapa plánovania sa začne v marci 2006. Predpokladá sa, že s výstavbou sa začne koncom roka 2007 a stavba sa dokončí koncom roka 2011.

Dňa 16. februára 2006 Rada guvernérov schválila rámcovú koncepciu riadenia, usporiadania, kontroly a následnej preverky etapy plánovania projektu nových priestorov ECB, vrátane riadenia obstarávacích prác a realizačného rizika.

Vybuduje sa aj pietny pamätník a informačné miesto o úlohe Grossmarkthalle pri deportáciách židovských občanov. Na prípravu medzinárodnej súťaže na návrh pamätníka a informačného miesta sa zriadila pracovná skupina zložená zo zástupcov mesta Frankfurt, frankfurtskej židovskej obce a ECB. Očakáva sa, že súťaž sa vypíše v prvej polovici roka 2006.

### 3. SOCIÁLNY DIALÓG ESCB

Sociálny dialóg ESCB je poradné fórum medzi ECB a zástupcami zamestnancov zo všetkých centrálnych bánk ESCB a európskych federácií odborových zväzov. Jeho účelom je poskytovať informácie a vymieňať si názory o záležitostiach, ktoré môžu mať závažnejší vplyv na zamestnanosť v centrálnych bankách ESCB.

V roku 2005 sa konali tri zasadnutia sociálneho dialógu ESCB. Okrem záležitostí týkajúcich sa výroby a obehu bankoviek, platobných systémov (TARGET2) a finančného dohľadu, ktoré predstavujú pravidelne prerokúvané témy v rámci sociálneho dialógu, sa diskutovalo o vyhlásení o úlohách Eurosystemu, strategických zámeroch a organizačných princípoch Eurosystemu a o ich dôsledkoch na každodennú prácu zamestnancov Eurosystemu.

Rada guvernérov akceptovala želanie zástupcov zamestnancov zapojiť sa do diskusie o ďalších dôsledkoch vyhlásenia o úlohách Eurosystemu na zamestnancov a zúčastňovať sa na konzultáciách pred prijatím rozhodnutia o viacerých úvodných vykonávacích opatreniach týkajúcich sa vyhlásenia. V máji 2005 bolo najprv národným centrálnym bankám eurozóny navrhnuté zrealizovať decentralizované konzultácie s miestnymi zástupcami zamestnancov. Následne sa uskutočnili konzultácie zástupcov zamestnancov v rámci zasadnutia Sociálneho dialógu v júli 2005. Na tomto zasadnutí vydali európske federácie odborových zväzov spoločné vyhlásenie, v ktorom vyjadrili svoju predstavu o vyhlásení o úlohách Eurosystemu, strategických zámeroch a organizačných princípoch.

ECB pokračovala vo vydávaní informačného letáku, aby boli zástupcovia zamestnancov informovaní v období medzi jednotlivými zasadnutiami o aktuálnom vývoji riešenia uvedených otázok. Na zasadnutiach v roku 2005 boli schválené aj spôsoby ďalšieho prehlbovania sociálneho dialógu ESCB a zvyšovania zapojenia zástupcov zamestnancov a odborových zväzov NCB desiatich nových členských štátov.

## 4. ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB



# SPRÁVA O ČINNOSTI ZA ROK KONČIACI 31. DECEMBRA 2005

## 1. HLAVNÁ ČINNOSŤ

Činnosť ECB v roku 2005 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. REZERVA NA KRYTIE RIZÍK SÚVISIACICH SO ZMENOU VÝMENNÝCH KURZOV, ÚROKOVEJ MIERY A CENY ZLATA

Keďže väčšina aktív a pasív ECB sa pravidelne preceňuje podľa aktuálnych trhových výmenných kurzov a cien cenných papierov, ziskovosť ECB vo veľkej miere ovplyvňujú kurzové a v menšej miere aj úrokové riziká. Tieto riziká vyplývajú predovšetkým z devízových rezerv ECB vedených v amerických dolároch, japonských jenoch a zlate, ktoré sa investujú najmä do úročených nástrojov.

Vzhľadom na vysokú exponovanosť ECB voči týmto rizikám i vzhľadom na súčasný stav na účtoch precenenia sa Rada guvernérov rozhodla vytvoriť rezervu na krytie rizík súvisiacich so zmenou výmenných kurzov, úrokovvej miery a ceny zlata. K 31. decembru 2005 bolo do tejto rezervy prevedených 992 mil. EUR, čo malo za následok zníženie čistého zisku ECB za daný rok presne na nulu.

Táto rezerva sa bude používať na krytie realizovaných a nerealizovaných strát, najmä strát z ocenenia, ktoré nie sú kryté účtami precenenia. Jej výška sa bude každoročne prehodnocovať.

## 4. VÝSLEDKY HOSPODÁRENIA

Ak by nebola vytvorená rezerva na krytie krytie rizík súvisiacich so zmenou výmenných kurzov, úrokovvej miery a ceny zlata, čistý zisk ECB za rok 2005 by predstavoval 992 mil. EUR. Za rok 2004 vykázala ECB čistú stratu 1 636 mil. EUR.

Strata za rok 2004 bola predovšetkým dôsledkom apreciácie eura. Tá viedla k zníženiu hodnoty dolárových aktív ECB vyjadrenej v eurách, ktoré bolo zaúčtované ako náklad vo výkaze ziskov a strát. Priemerná hodnota aktív a pasív denominovaných v amerických dolároch vedených v účtovníctve ECB bola tiež upravená podľa koncoročného výmenného kurzu.

Znehodnocovanie eura voči americkému doláru a zlatu v roku 2005 síce viedlo k podstatnému nárastu príslušných účtov precenenia, vo výkaze ziskov a strát sa však neprejavilo. Harmonizované účtovné pravidlá ECB a Eurosystemu, ktoré sú opísané v poznámkach k ročnej účtovnej závierke, 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 sa nerozdeľovali ako zisk. Nerealizované straty z precenenia sa naopak na konci roka účtujú ako náklady vo výkaze ziskov a strát.

Čistý úrokový výnos v roku 2005 vzrástol najmä v dôsledku zvýšenia dolárových úrokových sadzieb po období historicky nízkych domácich a zahraničných úrokových mier v roku 2004. Čistý úrokový výnos zahŕňa aj výnos ECB z jej podielu na objeme eurobankoviek v obehu vo výške 868 mil. EUR.

Celkové administratívne náklady ECB vrátane odpisov sa znížili o 7 % z 374 mil. EUR v roku 2004 na 348 mil. EUR v roku 2005. Pokles personálnych nákladov bol spôsobený najmä zmenou v spôsobe účtovania čistých poistno-matematických ziskov a strát v spojení s dôchodkovým programom ECB a ostatnými požitkami po skončení pracovného pomeru.

Dôchodkové náklady boli v roku 2004 podstatne vyššie v dôsledku vykázania 23,7 mil. EUR čistých poisťno-matematických strát v plnej výške v roku, v ktorom vznikli. Od roka 2005 sa čisté poisťno-matematické zisky a straty, ktoré presahujú stanovenú hranicu, odpisujú v priebehu očakávanej priemernej zostávajúcej doby do odchodu zúčastnených zamestnancov do dôchodku.

Pokles personálnych nákladov však bol čiastočne vykompenzovaný vplyvom zvýšenia počtu zamestnancov na celkový objem miezd.

Znížili sa aj ostatné administratívne náklady, predovšetkým v dôsledku zníženia honorárov za konzultačné a odborné služby.

Funkčné požitky členov Výkonnej rady dosiahli v roku 2005 spolu 2,1 mil. EUR (2,1 mil. EUR v roku 2004).

## 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.

## 6. RIADENIE ECB

Informácie týkajúce sa riadenia ECB sú uvedené v kapitole 7.

## 7. ZAMESTNANCI

Priemerný počet zamestnancov ECB vzrástol z 1 261 v roku 2004 na 1 331 v roku 2005. Podrobnejšie informácie sú v poznámkach k výkazu ziskov a strát a v druhej časti kapitoly 7, ktorá sa zaoberá aj stratégiou ECB v oblasti riadenia ľudských zdrojov.

## SÚVAHA K 31. DECEMBRU 2005

AKTÍVA	POZN.	2005 EUR	2004 EUR
<b>Zlato a pohľadávky v zlate</b>	<b>1</b>	<b>10 064 527 857</b>	<b>7 928 308 842</b>
<b>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>2</b>		
Pohľadávky voči MMF		170 162 349	163 794 845
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné pôžičky a ostatné zahraničné aktíva		31 062 557 242	26 938 993 980
		<b>31 232 719 591</b>	<b>27 102 788 825</b>
<b>Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>2</b>	<b>2 908 815 389</b>	<b>2 552 016 565</b>
<b>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>3</b>		
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a pôžičky		<b>13 416 711</b>	<b>87 660 507</b>
<b>Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Pohľadávky v rámci Euro systému</b>	<b>5</b>		
Pohľadávky súvisiace s priradením eurobankoviek v rámci Euro systému		45 216 783 810	40 100 852 165
Ostatné pohľadávky v rámci Euro systému (čisté)		5 147 038 409	3 410 918 324
		<b>50 363 822 219</b>	<b>43 511 770 489</b>
<b>Ostatné aktíva</b>	<b>6</b>		
Hmotný investičný majetok		175 237 902	187 318 304
Ostatné finančné aktíva		6 888 490 580	6 308 075 905
Príjmy a náklady budúcich období		1 091 945 157	770 894 480
Ostatné		4 397 807	6 933 022
		<b>8 160 071 446</b>	<b>7 273 221 711</b>
<b>Strata za účtovný rok</b>		<b>0</b>	<b>1 636 028 702</b>
<b>Aktíva spolu</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

PASÍVA	POZN.	2005 EUR	2004 EUR
Bankovky v obehu	7	45 216 783 810	40 100 852 165
Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách	8	1 050 000 000	1 050 000 000
Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách	9	649 304 896	137 462 706
Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene	10	0	4 967 080
Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene Vklady, zostatky a ostatné záväzky	10	855 933 000	1 254 905 957
Závazky v rámci Euro systému Závazky z prevodu devízových rezerv	11	39 782 265 622	39 782 265 622
Ostatné pasíva	12		
Výdavky a výnosy budúcich období		1 331 685 870	1 136 708 542
Ostatné		632 012 224	265 799 279
		<b>1 963 698 094</b>	<b>1 402 507 821</b>
Rezervy	13	1 027 507 143	52 396 126
Účty precenenia	14	8 108 628 098	1 921 117 190
Základné imanie a rezervné fondy	15		
Základné imanie		4 089 277 550	4 089 277 550
Rezervný fond		0	296 068 424
		<b>4 089 277 550</b>	<b>4 385 345 974</b>
<b>Pasíva spolu</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

## VÝKAZ ZISKOV A STRÁT ZA ROK KONČIACI 31. DECEMBRA 2005

	POZN.	2005 EUR	2004 EUR
Úrokové výnosy z devízových rezervných aktív		889 408 789	422 418 698
Úrokové výnosy z pridelovania eurobankoviek v rámci Eurosystemu		868 451 848	733 134 472
Ostatné úrokové výnosy		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Úročenie pohľadávok NCB z prevedených devízových rezerv		(710 160 404)	(693 060 433)
Ostatné úrokové náklady		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
<b>Čisté úrokové výnosy</b>	<b>18</b>	<b>1 269 628 945</b>	<b>689 773 910</b>
Realizované zisky/straty z finančných operácií	19	149 369 135	136 045 810
Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií	20	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Tvorba a použitie rezerv na kurzové a cenové riziká		(992 043 443)	0
<b>Čistý výsledok finančných operácií, zníženia hodnoty a rezerv na krytie rizík</b>		<b>(940 168 389)</b>	<b>(1 957 239 299)</b>
<b>Čisté náklady na poplatky a provízie</b>	<b>21</b>	<b>(182 373)</b>	<b>(261 517)</b>
<b>Ostatné výnosy</b>	<b>22</b>	<b>18 281 961</b>	<b>5 956 577</b>
<b>Celkové čisté výnosy</b>		<b>347 560 144</b>	<b>(1 261 770 329)</b>
Personálne náklady	23	(153 048 314)	(161 192 939)
Administratívne náklady	24	(158 457 219)	(176 287 651)
Odpisy hmotného investičného majetku		(31 888 637)	(33 655 824)
Služby súvisiace s výrobou bankoviek	25	(4 165 974)	(3 121 959)
<b>Zisk/(strata) za účtovný rok</b>		<b>0</b>	<b>(1 636 028 702)</b>

Frankfurt nad Mohanom 7. marca 2006

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Jean-Claude Trichet  
prezident

# ÚČTOVNÉ PRAVIDLÁ<sup>1</sup>

## PODOBA A PREZENTÁCIA ÚČTOVNEJ ZÁVIERKY

Účtovná závierka Európskej centrálnej banky (ECB) je navrhnutá tak, aby verne odrážala stav hospodárenia ECB a výsledky jej činnosti. Bola zostavená v súlade s nasledujúcimi účtovnými pravidlami<sup>2</sup>, ktoré podľa Rady guvernérov ECB zodpovedajú povahe činnosti centrálnej banky.

## ÚČTOVNÉ ZÁSADY

Platia nasledujúce účtovné zásady: ekonomická realita a transparentnosť, obozretnosť, zohľadnenie udalostí po súvahovom dni, 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 vysporiadania.

## ZLATO A AKTÍVA A PASÍVA V CUDZEJ MENE

Aktíva a pasíva v cudzej mene sa prevádzajú na eurá kurzom platným v súvahový deň. 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, ktorá bola pre rok končiaci 31. decembra 2005 stanovená podľa kurzu eura voči americkému doláru platného 30. decembra 2005.

## 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 2005 boli použité stredné trhové ceny platné 30. decembra 2005. 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 do výkazu ziskov a strát. Takto 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 vo výkaze ziskov a strát, ak prekročia 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 áziá a disáziá kúpených cenných papierov sa počítajú a vykazujú ako súčasť úrokových výnosov a odpisujú sa v priebehu zostávajúcej životnosti týchto aktív.

## REVERZNÉ OBCHODY

Reverzné obchody sú operácie, pri ktorých ECB nakupuje alebo predáva aktíva formou dohody o spätnom odkúpení alebo uskutočňuje úverové operácie oproti kolaterálu.

Pri dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere predávajú za hotovosť pod podmienkou spätného odkúpenia od druhej zmluvnej strany

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, v znení neskorších zmien a dodatkov.

2 Tieto pravidlá sú v súlade s ustanoveniami článku 26 ods. 4 Štatútu ESCB, ktorý vyžaduje harmonizáciu pravidiel účtovania a vykazovania operácií Eurosystému.



za stanovenú cenu k určitému budúcemu dátumu. Dohody o spätnom odkúpení sa v súvahe evidujú na strane pasív ako zabezpečené prijímané vklady, pričom zároveň vedú k vzniku úrokových nákladov vo výkaze ziskov a strát. Cenné papiere predané v rámci takýchto dohôd sú ďalej vedené v súvahe ECB.

Pri reverznej dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere nakupujú za hotovosť pod podmienkou spätného predaja druhej zmluvnej strane za stanovenú cenu k určitému budúcemu dátumu. Reverzné dohody o spätnom odkúpení sa vykazujú v súvahe na strane aktív ako zabezpečené úvery, ale nezahŕňajú sa medzi cenné papiere v držbe ECB. Vedú k vzniku úrokových výnosov vo výkaze 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 2005 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 SÚVAHOVOM DNI**

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 k súvahovému dňu.

#### **ZOSTATKY V RÁMCI ESCB/ZOSTATKY V RÁMCI EUROSYSTÉMU**

Pod obchodmi v rámci ESCB sa rozumejú cezhraničné obchody medzi dvoma 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 krajín eurozóny v rámci ESCB vedené v ECB (s výnimkou základného imania ECB a pozícií vyplývajúcich z devízových rezerv prevedených do ECB) sa označujú ako pohľadávky, resp. záväzky v rámci Eurosystému a v súvahe ECB sa vykazujú ako jedna čistá aktívna alebo pasívna pozícia.

Zostatky v rámci Eurosystému, ktoré sú výsledkom pridelovania eurobankoviek v rámci Eurosystému, sa vykazujú ako jedno čisté aktívum v položke „Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurobankoviek v rámci Eurosystému“ (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zostatky národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank a Bank of England) v rámci ESCB vedené v ECB 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 štvrtroku 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 nového sídla.

#### **DÔCHODKOVÝ PROGRAM ECB A OSTATNÉ POŽITKY PO SKONČENÍ PRACOVNÉHO POMERU**

ECB pre svojich zamestnancov vedie program so stanovenými požitkami, ktorý je financovaný aktívami z dlhodobého fondu zamestnaneckých požitkov. S účinnosťou od 1. januára 2005 ECB zmenila svoje účtovné pravidlá. Vplyv tejto zmeny na účtovnú závierku je uvedený nižšie.

#### **Súvaha**

Závazok, ktorý sa v súčasnosti v súvahe vykazuje v súvislosti s programom so stanovenými požitkami, predstavuje súčasnú hodnotu záväzku zo stanovených požitkov k súvahovému dňu *zníženú* o reálnu hodnotu aktív programu určeného na financovanie tohto záväzku, upravenú o nevykázané poistno-matematické zisky alebo straty.

Výšku záväzku zo stanovených požitkov každý rok určujú nezávislí poistní matematici metódou projektovanej jednotky kreditu. Súčasná hodnota záväzku zo stanovených požitkov sa určuje diskontovaním očakávaných budúcich hotovostných tokov pomocou úrokových mier vysokokvalitných podnikových dlhopisov denominovaných v eurách, ktoré majú podobnú dobu splatnosti ako príslušné záväzky z dôchodkového programu.

Poistno-matematické zisky a straty môžu vzniknúť v dôsledku empirických úprav (ak sa

skutočné výsledky líšia od predchádzajúcich poistno-matematických predpokladov) alebo v dôsledku zmeny poistno-matematických predpokladov.

Do roku 2005 ECB tento záväzok zo stanovených požitkov a reálnu hodnotu majetku dôchodkového programu vykazovala osobitne (v hrubom vyjadrení). Okrem toho sa všetky poistno-matematické zisky a straty účtovali vo výkaze ziskov a strát v roku, v ktorom vznikli. Údaje na porovnanie za rok 2004 preto boli preklasifikované tak, aby boli v súlade s novými účtovnými pravidlami. Vzhľadom na to, že všetky poistno-matematické zisky a straty boli v minulosti účtované v plnej výške v roku vzniku, vo výkaze ziskov a strát v tejto súvislosti neboli potrebné žiadne úpravy údajov za predchádzajúci rok.

#### **Výkaz ziskov a strát**

Čistá suma, ktorá sa teraz účtuje vo výkaze ziskov a strát, obsahuje:

- náklady súčasnej služby v súvislosti s požitkami vznikajúcimi v danom roku,
- úrok zo záväzku zo stanovených požitkov na úrovni diskontnej sadzby,
- očakávané výnosy z majetku programu, a
- všetky prípadné poistno-matematické zisky a straty zaúčtované vo výkaze ziskov a strát pomocou metódy „10 % koridoru“.

#### **Metóda „10 % koridoru“**

Čistá kumulatívna hodnota nevykázaných poistno-matematických ziskov a strát, ktoré prekročia vyššiu z nasledujúcich hodnôt: (a) 10 % súčasnej hodnoty záväzku zo stanovených požitkov alebo (b) 10 % reálnej hodnoty aktív dôchodkového programu, sa odpisuje v priebehu očakávanej priemernej zostávajúcej doby do odchodu zúčastnených zamestnancov do dôchodku.

### ***Dôchodky členov Výkonnej rady a ostatné záväzky po skončení pracovného pomeru***

Dôchodky členov Výkonnej rady a invalidné dávky pre zamestnancov sú zabezpečené pomocou nefinancovaných opatrení. Očakávané náklady na tieto požitky a dávky sa tvoria počas funkčného obdobia členov Výkonnej rady, resp. pracovného pomeru zamestnancov pomocou podobných účtovných postupov ako v prípade dôchodkových programov so stanovenými požitkami. Poistno-matematické zisky a straty sa účtujú horeuvedeným spôsobom.

Tieto záväzky každý rok oceňujú nezávislí poistní matematici, ktorí stanovujú výšku príslušného záväzku, ktorý má byť vykázaný v účtovnej závierke.

### **BANKOVKY V OBEHU**

Eurobankovky vydáva ECB a 12 národných centrálnych bánk krajín eurozóny, ktoré spolu tvoria Eurosystem.<sup>3</sup> Celková hodnota eurobankoviek v obehu sa rozdeľuje medzi centrálnu banku Eurosystemu v posledný pracovný deň každého mesiaca podľa kľúča na pridelovanie bankoviek.<sup>4</sup>

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<sup>5</sup> pohľadávky sa vykazujú v podpoložke „Pohľadávky v rámci Eurosystemu: pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurobankoviek v rámci Eurosystemu“ (časť „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 v roku 2002 rozhodla, že tieto príjmy sa národným centrálnym bankám budú rozdeľovať osobitne formou predbežných výplat po skončení každého štvrtého roka.<sup>6</sup> Tieto príjmy sa rozdeľujú v plnej výške, ak čistý zisk ECB za daný rok nie je nižší ako jej výnosy z eurobankoviek v obehu, a to i po rozhodnutí Rady guvernérov o vytvorení rezerv na krytie rizík súvisiacich so zmenami kurzov, úrokovej miery a ceny zlata,

a ak sa Rada guvernérov nerozhodne z týchto príjmov kryť náklady ECB spojené s emisiou a spracovaním eurobankoviek.

### **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.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> „Kľúč na pridelovanie bankoviek“ určuje percentuálne podiely po zohľadnení podielu ECB na celkovej emisii eurobankoviek, pričom podiely národných centrálnych bánk na celkovej emisii určuje na základe kľúča na upisovanie základného imania.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Rozhodnutie ECB z 21. novembra 2002 o rozdeľovaní príjmov 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. Toto rozhodnutie bolo zrušené rozhodnutím ECB/2005/11, Ú. v. L 311, 26.11.2005, s. 41, ktoré nadobudlo účinnosť 18. novembra 2005. Od roku 2006 sa tento príjem bude rozdeľovať len na konci roka.

# POZNÁMKY K SÚVAHE

## 1. ZLATO A POHLADÁVKY V ZLATE

K 31. decembru 2005 ECB držala 23,1 mil. uncí čistého zlata (24,7 mil. uncí v roku 2004). Dôvodom poklesu stavu zlata bol jeho predaj v súlade so Zmluvou centrálnych bánk o zlate z 27. septembra 2004, ktorej signatárom je i ECB. Celková hodnota tejto položky sa v porovnaní s koncom roka 2004 zvýšila v dôsledku podstatného zvýšenia ceny zlata počas roka 2005 (časť „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 2005. Je výsledkom obojstrannej dohody s Medzinárodným menovým fondom (MMF) o kúpe a predaji SDR, na základe ktorej je MMF v rámci stanoveného minimálneho a maximálneho objemu oprávnený organizovať nákup a predaj SDR za eurá v mene ECB. 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 (časť „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 jench:

<i>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny</i>	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Bežné účty	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Vklady na peňažnom trhu	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Investície do cenných papierov	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Spolu	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Pohľadávky voči rezidentom eurozóny</i>	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Bežné účty	25 019	26 506	(1 487)
Vklady na peňažnom trhu	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	0	4 967 080	(4 967 080)
Spolu	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

Zvýšenie týchto položiek v roku 2005 bolo spôsobené predovšetkým koncoročným precenením aktív ECB v amerických dolároch (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

## 3. POHLADÁVKY VOČI NEREZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

K 31. decembru 2005 tieto pohľadávky pozostávali z vkladov v bankách mimo eurozóny.

## 4. OSTATNÉ POHLADÁVKY VOČI ÚVEROVÝM INŠTITÚCIÁM EUROZÓNY V EURÁCH

K 31. decembru 2005 túto pohľadávku tvoril jeden vklad v banke so sídlom v eurozóne.

## 5. POHĽADÁVKY V RÁMCI EUROSYSTÉMU

### *Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurobankoviek v rámci Euro systému*

Táto položka sa skladá z pohľadávok ECB voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny súvisiacich s pridelovaním eurobankoviek v rámci Euro systému (časť „Bankovky v obeh“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

### *Ostatné pohľadávky v rámci Euro systému (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 2005 pohľadávky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny z predbežných výplat príjmov ECB z bankoviek predstavovali 634 mil. EUR (536 mil. EUR v roku 2004). Ide o predbežné výplaty tohto príjmu národným centrálnym bankám krajín eurozóny za prvé tri štvrtroky roka 2005, ktoré boli následne odvolané (časť „Bankovky v obeh“ v poznámkach k účtovným pravidlám; poznámka 18 „Čisté úrokové výnosy“).

	2005 EUR	2004 EUR
Pohľadávky voči NCB krajín eurozóny v rámci systému TARGET	75 906 443 905	64 024 554 579
Závázky voči NCB krajín eurozóny v rámci systému TARGET	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
Čistá pozícia v rámci systému TARGET	4 512 566 302	2 874 695 439
Pohľadávky/závázky voči NCB krajín eurozóny z predbežných výplat príjmov ECB z bankoviek	634 472 107	536 222 885
Ostatné pohľadávky v rámci Euro systému (čisté)	5 147 038 409	3 410 918 324

## 6. OSTATNÉ AKTÍVA

### *Hmotný investičný majetok*

K 31. decembru 2005 tieto aktíva tvorili nasledujúce hlavné položky:

	Čistá účtovná hodnota k 31. decembru 2005 EUR	Čistá účtovná hodnota k 31. decembru 2004 EUR	Zmena EUR
Pozemky a budovy	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
Počítačové hardvér a softvér	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Zariadenie, nábytok, vybavenie budov a motorové vozidlá	2 929 688	3 809 292	(879 604)
Nedokončené aktíva	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Ostatný investičný majetok	993 626	1 207 558	(213 932)
Spolu	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

Pokles v tejto položke súvisí najmä s tým, že do kategórií „Pozemky a budovy“ a „Počítačový hardvér a softvér“ v porovnaní s rokom 2004 nepribudli žiadne významné položky.

Nárast v kategórii „Nedokončené aktíva“ je spojený najmä s novým sídlom ECB. Preradenie aktív z tejto kategórie do príslušných kategórií investičného majetku sa uskutoční po uvedení aktív do prevádzky.

### *Ostatné finančné aktíva*

Túto položku tvoria nasledujúce hlavné zložky:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Cenné papiere v eurách	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Ostatné finančné aktíva	42 190 637	38 875 639	3 314 998
Spolu	6 888 490 580	6 308 075 905	580 414 675

(a) Cenné papiere v eurách a reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách predstavujú investície vlastných zdrojov ECB (pozri aj poznámku 12 „Ostatné pasíva“).

(b) Ku koncu roka 2004 boli súčasťou tejto položky aj investičné portfóliá dôchodkového programu ECB, ktoré predstavovali 120,2 mil. EUR. Tieto aktíva boli preklasifikované ako súčasť čistého záväzku dôchodkového programu pod položku „Ostatné pasíva“ (časť „Dôchodkový program ECB a ostatné požitky po skončení pracovného pomeru“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

(c) V roku 2005 ECB získala ďalších 211 akcií v Banke pre medzinárodné zúčtovanie (BIS). ECB má teda spolu 3 211 akcií, ktoré sú vykázané v obstarávacej cene 41,8 mil. EUR.

#### **Prijmy a náklady budúcich období**

V roku 2005 táto položka obsahovala časovo rozlíšené úroky z pohľadávok ECB súvisiacich s prideľovaním eurobankoviek v rámci Eurosystemu v poslednom štvrtroku (časť „Bankovky v obeh“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Súčasťou tejto položky sú aj časovo rozlíšené úroky z cenných papierov a ostatných finančných aktív.

#### **Ostatné**

Pod túto položku patrí 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 (časť „Bankovky v obeh“ 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 (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ 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	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Dohody o spätnom odkúpení	0	4 967 080	(4 967 080)

Záväzky voči nerezidentom eurozóny	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Dohody o spätnom odkúpení	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

## **11. ZÁVÄZKY V RÁMCI EUROSISTÉMU**

Túto položku tvoria záväzky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny, ktoré vznikli z prevodu devízových rezerv do ECB pri vstupe týchto krajín do Eurosystemu. V roku 2004 sa uskutočnili dve úpravy týchto záväzkov s cieľom zohľadniť (a) úpravu vážených podielov v kľúči na upisovanie základného imania ECB 1. januára 2004 (úprava vážených podielov



sa vykonáva každých päť rokov) a (b) vstup desiatich nových členských štátov 1. mája 2004, ktorý tiež spôsobil zmenu vážených podielov v kľúči na upisovanie základného imania ECB. V dôsledku oboch úprav sa záväzky znížili zo 40,5 mld. EUR na 39,8 mld. EUR. V roku 2005 sa už neuskutočnili žiadne ďalšie zmeny.

Tieto záväzky sú úročené aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu upravenou tak, aby zohľadňovala nulovú návratnosť zložky zlata (poznámka 18 „Čisté úrokové výnosy“).

	Kľúč na upisovanie základného imania %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Bank of Greece	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
<b>Spolu</b>	<b>71,4908</b>	<b>39 782 265 622</b>

## 12. OSTATNÉ PASÍVA

Túto položku tvoria najmä úroky splatné národným centrálnym bankám z ich pohľadávok z prevedených devízových rezerv (poznámka 11 „Záväzky v rámci Eurosystemu“). Súčasťou tejto položky sú aj (a) ďalšie položky časového rozlíšenia a nevysporiadané dohody o spätnom odkúpení v objeme 556 mil. EUR uskutočnené v súvislosti so správou vlastných zdrojov ECB (poznámka 6 „Ostatné aktíva“) a (b) čistý záväzok ECB z dôchodkového programu.

### *Dôchodkový program ECB a ostatné požitky po skončení pracovného pomeru*

V súvislosti so záväzkami ECB z dôchodkového programu (časť „Dôchodkový program ECB a ostatné požitky po skončení pracovného

pomeru“ v poznámkach k účtovným pravidlám) sú v súvahe vykázané tieto čiastky:

	2005 (v miliónoch EUR)	2004 (v miliónoch EUR)
Súčasná hodnota záväzkov	223,5	178,5
Reálna hodnota majetku programu	(161,2)	(120,2)
Nevykázané poisťno-matematické zisky/(straty)	6,5	0
<b>Záväzok vykázaný v súvahe</b>	<b>68,8</b>	<b>58,3</b>

Do súčasnej hodnoty záväzkov sú zahrnuté finančne nezaistené záväzky súvisiace s dôchodkami členov Výkonnej rady a rezerva na invalidné dávky pre zamestnancov vo výške 30,4 mil. EUR (23,0 mil. EUR v roku 2004).

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené čiastky zaúčtované vo výkaze ziskov a strát v roku 2005 a čiastky, ktoré by boli zaúčtované v roku 2004 v spojení s nákladmi súčasnej služby, úrokmi zo záväzkov a očakávanými výnosmi z majetku programu:

	2005 (v miliónoch EUR)	2004 (v miliónoch EUR)
Náklady súčasnej služby	24,6	17,6
Úroky zo záväzkov	6,2	4,8
Očakávané výnosy z majetku programu	(5,2)	(4,2)
Čisté poisťno-matematické (zisky)/straty vykázané v bežnom roku	0	23,7
<b>Celková čiastka zahrnutá do „personálnych nákladov“</b>	<b>25,6</b>	<b>41,9</b>

Zmeny súčasnej hodnoty záväzku zo stanovených požitkov:

	2005 (v miliónoch EUR)	2004 (v miliónoch EUR)
Počiatkový záväzok zo stanovených požitkov	178,5	123,4
Náklady služby	24,6	17,6
Úrokové náklady	6,2	4,8
Príspevky účastníkov programu	9,3	8,4
Ostatné čisté zmeny v pasívach predstavujúcich príspevky účastníkov programu	6,1	1,8
Vyplatené požitky	(2,2)	(1,0)
Poisťno-matematické (zisky)/straty	1,0	23,5
<b>Konečný záväzok zo stanovených požitkov</b>	<b>223,5</b>	<b>178,5</b>

Zmeny reálnej hodnoty aktív programu:

	2005 (v miliónoch EUR)	2004 (v miliónoch EUR)
Počiatočná reálna hodnota aktív programu	120,2	91,8
Očakávané výnosy	5,2	4,2
Poistno-matematické zisky/(straty)	7,5	(0,2)
Príspevky zamestnávateľa	14,7	14,6
Príspevky účastníkov programu	9,3	8,4
Vyplatené požitky	(1,8)	(0,4)
Ostatné čisté zmeny v aktívach predstavujúcich príspevky účastníkov programu	6,1	1,8
Konečná reálna hodnota aktív programu	161,2	120,2

Pri príprave ocenení, ktoré sa spomínajú v týchto poznámkach, poistní matematici použili predpoklady prijaté Výkonnou radou na účely účtovania a vykazovania.

Hlavné predpoklady, ktoré boli použité na výpočet záväzkov programu dôchodkového zabezpečenia zamestnancov, sú uvedené v nasledujúcej tabuľke. Poistní matematici používajú očakávané výnosy z aktív programu pri výpočte ročného nákladu zaúčtovaného vo výkaze ziskov a strát.

	2005 %	2004 %
Diskontná sadzba	4,10	4,50
Očakávané výnosy z majetku programu	6,00	6,00
Budúci nárast miezd	2,00	3,75
Budúci nárast dôchodkov	2,00	2,25

### 13. REZERVY

Vzhľadom na vysokú exponovanosť ECB voči rizikám súvisiacim so zmenou kurzov, úrokovej miery a ceny zlata i vzhľadom na súčasný stav na účtoch precenenia Rada guvernérov považovala za vhodné vytvoriť rezervu na krytie týchto rizík. K 31. decembru 2005 bolo do tejto rezervy prevedených 992 mil. EUR, čo malo za následok zníženie čistého zisku ECB presne na nulu.

Rezerva sa bude používať na financovanie budúcich realizovaných a nere realizovaných strát, najmä strát z ocenenia, ktoré nie sú kryté účtami precenenia. Výška a ďalšia potreba tejto rezervy sa bude každoročne prehodnocovať na základe vyhodnotenia budúcej exponovanosti ECB voči rizikám súvisiacim so zmenou výmenných kurzov, úrokovej miery a ceny zlata. Takéto hodnotenia vychádzajú zo všeobecne akceptovaných metód odhadovania finančných rizík.

Táto položka tiež zahŕňa primeranú rezervu na krytie zmluvného záväzku ECB, podľa ktorého musí po uvoľnení terajších priestorov a presťahovaní sa do svojho konečného sídla vrátiť terajšie priestory do pôvodného stavu, ako aj ďalšie rezervy.

### 14. ÚČTY PRECENENIA

Tieto účty predstavujú rezervy z precenenia vyplývajúce z nere realizovaných ziskov z aktív a pasív.

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Zlato	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Cudzia mena	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Cenné papiere	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
Spolu	8 108 628 098	1 921 117 190	6 187 510 908

Na koncoročné precenenie boli použité tieto výmenné kurzy:

Exchange rates	2005	2004
USD/EUR	1,1797	1,3621
JPY/EUR	138,90	139,65
EUR/SDR	1,2099	1,1396
Euro za uncu čistého zlata	434,856	321,562

### 15. ZÁKLADNÉ IMANIE A REZERVNÉ FONDY

#### Základné imanie

Upísané základné imanie ECB predstavuje 5,565 mld. EUR. Výška splateného základného imania predstavuje 4,089 mld. EUR. Národné centrálné banky eurozóny splatili svoj

podiel na základnom imaní ECB v plnej výške 3,978 mld. EUR (v roku 2005 nedošlo k žiadnym zmenám):<sup>7</sup>

	Kľúč na upisovanie základného imania %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Bank of Greece	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
<b>Spolu</b>	<b>71,4908</b>	<b>3 978 226 562</b>

Národné centrálné banky 13 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 v roku 2004 zvýšilo z 5 % na 7 %. Ku koncu roka 2004 dosiahol tento príspevok spolu s vkladmi národných centrálnych bánk desiatich nových členských štátov nepatriacich do eurozóny výšku 111 050 988 EUR. Počas roka 2005 nedošlo k žiadnym zmenám. 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 pridelovania eurobankoviek v rámci Eurosystemu, a zároveň nenesú zodpovednosť za vyrovnanie prípadných strát ECB.

Národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny splatili tieto čiastky:

	Kľúč na upisovanie základného imania %	EUR
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
<b>Spolu</b>	<b>28,5092</b>	<b>111 050 988</b>

## PODSÚVAHOVÉ NÁSTROJE

### 16. AUTOMATICKÝ PROGRAM POŽIČAVANIA CENNÝCH PAPIEROV

V rámci správy vlastných zdrojov uzavrela ECB dohodu o automatickom programe požičiavania cenných papierov, podľa ktorej poverený zástupca v mene ECB uskutočňuje pôžičky cenných papierov s viacerými zmluvnými stranami, ktoré ECB určí za akceptovateľné zmluvné strany. K 31. decembru 2005 dosahovali nevysporiadané reverzné transakcie uzavreté v rámci tejto dohody 0,9 mld. EUR (1 mld. EUR v roku 2004) (časť „Reverzné transakcie“ poznámkach k účtovným pravidlám).

<sup>7</sup> Jednotlivé čiastky sú zaokrúhlené na najbližšie celé euro. V dôsledku zaokrúhlenia súčty v tabuľkách tejto časti nemusia súhlasiť.

## 17. ÚROKOVÉ FUTURES

V roku 2005 boli v rámci správy devízových rezerv ECB použité úrokové futures v cudzej mene. K 31. decembru 2005 bol nasledujúci stav týchto transakcií:

Úrokové futures v cudzej mene	Hodnota transakcií EUR
Nákup	5 021 586 677
Predaj	100 873 103

## POZNÁMKY K VÝKAZU ZISKOV A STRÁT

### 18. ČISTÉ ÚROKOVÉ VÝNOSY

#### Úrokové výnosy z devízových rezerv

Táto položka zahŕňa úrokové výnosy z aktív a pasív v cudzej mene po odpočítaní úrokových nákladov:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Úroky z bežných účtov	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Výnosy z vkladov na peňažnom trhu	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Čisté výnosy z cenných papierov	641 956 243	317 073 827	324 882 416
<b>Úrokové výnosy z devízových rezerv spolu</b>	<b>927 258 045</b>	<b>434 431 668</b>	<b>492 826 377</b>
Úrokové náklady na bežné účty	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Dohody o spätnom odkúpení	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Ostatné úrokové náklady (čisté)	(64 964)	(32 960)	(32 004)
<b>Úrokové výnosy z devízových rezerv (čisté)</b>	<b>889 408 789</b>	<b>422 418 698</b>	<b>466 990 091</b>

Úrokové výnosy v roku 2005 výrazne vzrástli v dôsledku stúpajúcich úrokových sadzieb aktív denominovaných v USD.

#### Úrokové výnosy z prideľovania eurobankoviek v rámci Eurosystemu

Túto položku tvoria úrokové výnosy z 8 % podielu ECB na celkovej emisii eurobankoviek. Pohľadávky ECB súvisiace s jej podielom na bankovkách sú úročené aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu. Tieto výnosy sa rozdeľujú medzi národné centrálné banky (ako je uvedené v časti „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Na základe odhadovaného hospodárskeho výsledku ECB za rok 2005 sa Rada guvernérov v decembri 2005 rozhodla:

(a) odvolať tri predbežné štvrtročné výplaty v celkovej hodnote 634 mil. EUR, ktoré boli vyplatené národným centrálnym bankám v priebehu roka;

(b) zadržať poslednú štvrtročnú predbežnú výplatu vo výške 234 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 vo výške 1,6 mld. EUR (1,2 mld. EUR v roku 2004) a úrokové náklady vo výške 1,5 mld. EUR (1,1 mld. EUR v roku 2004) zo zostatkov vyplývajúcich z transakcií v systéme TARGET. Patria sem aj úrokové výnosy a náklady spojené s ostatnými aktívami a pasívami vyjadrenými v eurách.

### 19. REALIZOVANÉ ZISKY/STRATY Z FINANČNÝCH OPERÁCIÍ

Čisté realizované zisky z finančných operácií v roku 2005:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Čisté realizované zisky zo zmien cien cenných papierov	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Čisté realizované zisky/(straty) zo zmien cien zlata alebo zmien kurzu	134 514 361	41 402 675	93 111 686
<b>Realizované zisky z finančných operácií</b>	<b>149 369 135</b>	<b>136 045 810</b>	<b>13 323 325</b>

## 20. ZNÍŽENIE HODNOTY FINANČNÝCH AKTÍV A POZÍCIÍ

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Nerealizované straty zo zmien cien cenných papierov	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Nerealizované kurzové straty	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Spolu	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Tieto náklady súvisia predovšetkým so znížením hodnoty priemerných obstarávacích nákladov ECB na cenné papiere v USD podľa ich koncoročnej ceny.

## 21. ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVÍZIE

	2005 EUR	2004 EUR	Zmena EUR
Výnosy z poplatkov a provízií	473 432	297 964	175 468
Náklady na poplatky a provízie	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Čisté náklady na poplatky a provízie	(182 373)	(261 517)	79 144

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 (poznámka 17 „Úrokové futures“).

## 22. OSTATNÉ VÝNOSY

Rôzne ostatné výnosy počas roka pochádzajú predovšetkým z prevodu nepoužitých rezerv na administratívne náklady do výkazu ziskov a strát. K zvýšeniu tejto položky došlo najmä v dôsledku zmien nájomných zmlúv ECB, ktoré

viedli k prehodnoteniu a následnému zníženiu rezervy na krytie zmluvného záväzku ECB, podľa ktorého musí po ich uvoľnení vrátiť terajšie priestory do pôvodného stavu.

## 23. PERSONÁLNE NÁKLADY

Táto položka zahŕňa platy, náhrady a náklady na poistenie zamestnancov vo výške 126,9 mil. EUR (120,0 mil. EUR v roku 2004). Funkčné požitky členov Výkonnej rady dosiahli spolu 2,1 mil. EUR (2,1 mil. EUR v roku 2004). Prechodné odmeny vyplatené odchádzajúcim členom Výkonnej rady a dôchodky vyplatené bývalým členom a ich závislým osobám dosiahli v roku 2005 spolu 0,4 mil. EUR (0,5 mil. EUR v roku 2004).

Systém platov a náhrad vrátane funkčných požitkov predstaviteľov vrcholového manažmentu v podstate vychádza zo systému odmeňovania Európskych spoločností a je s ním porovnateľný.

Súčasťou tejto položky je aj čiastka 25,6 mil. EUR (41,9 mil. EUR v roku 2004) vykázaná v spojitosti s dôchodkovým programom ECB a ostatnými požitkami po skončení pracovného pomeru (poznámka 12 „Ostatné pasíva“).

Pokles položky „Personálne náklady“ je spôsobený najmä zmenou spôsobu účtovania čistých poistno-matematických ziskov/strát v spojitosti s dôchodkovým programom ECB a ostatnými požitkami po skončení pracovného pomeru. Dôchodkové náklady boli v roku 2004 podstatne vyššie v dôsledku vykázania 23,7 mil. EUR čistých poistno-matematických strát v plnej výške v roku, v ktorom vznikli. V roku 2005, keďže sa už uplatňuje metóda „10 % koridoru“, neboli vo výkaze ziskov a strát zaúčtované žiadne poistno-matematické zisky/straty (poznámka 12 „Ostatné pasíva“).



Ku koncu roka 2005 mala ECB 1 351 zamestnancov, z toho 131 v manažérskych funkciách. Zmeny v počte zamestnancov počas roka 2005 uvádza nasledujúca tabuľka:

	2005	2004
Stav k 1. januáru	1 309	1 213
Noví zamestnanci	82	137
Ukončenie pracovného pomeru	40	41
Stav k 31. decembru	1 351	1 309
Priemerný počet zamestnancov	1 331	1 261

#### 24. 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 spojené s náborom, sťahovaním, ubytovaním a školením zamestnancov.

#### 25. SLUŽBY SÚVISIACE S VÝROBOU BANKOVIEK

Tieto náklady sú spojené s cezhraničnou prepravou eurobankoviek medzi národnými centrálnymi bankami na vyrovnanie neočakávaných výkyvov dopytu po bankovkách. Tieto náklady nesie centrálna ECB.

## POZNÁMKA K ROZDELENIU ZISKU/STRATY

Táto poznámka nie je súčasťou účtovnej závierky ECB za rok 2005.

Spôsob použitia čistého hospodárskeho výsledku ECB za roky 2004 a 2005 preto možno zhrnúť nasledovne:

### VÝNOSY Z PODIELU ECB NA CELKOVOM OBJEME EUROBANKOVIEK V OBEHU

V roku 2004 si ECB na základe rozhodnutia Rady guvernérov ponechala výnosy vo výške 733 mil. EUR z podielu ECB na celkovom objeme bankoviek v obehu, aby zabezpečila, že celkový rozdelený zisk nebude väčší ako čistý zisk za bežný rok. V roku 2005 si z rovnakého dôvodu ponechala 868 mil. EUR. Obe sumy predstavovali celý príjem ECB z jej podielu na celkovom objeme eurobankoviek v obehu za príslušný rok.

	2005 EUR	2004 EUR
Čistý zisk/(strata) za účtovný rok	0	(1 636 028 702)
Čerpanie zo všeobecného rezervného fondu	0	296 068 424
Prevod zo spoločného menového príjmu NCB		1 339 960 278
Spolu	0	0

### ROZDELENIE ZISKU/KRYTIE STRATY

V zmysle článku 33 Štatútu ESCB sa čistý zisk ECB rozdeľuje v tomto poradí:

- suma, ktorú určí Rada guvernérov a ktorá nesmie prekročiť 20 % čistého zisku, sa prevedie do všeobecného rezervného fondu do výšky 100 % základného imania;
- zostávajúci čistý zisk sa rozdelí medzi akcionárov ECB v pomere k ich splateným podielom.

Ak ECB zaznamená stratu, môže ju uhradiť zo svojho všeobecného rezervného fondu, resp. v prípade potreby na základe rozhodnutia Rady guvernérov z menového príjmu za príslušný účtovný rok v pomere a do výšky súm rozdelených národným centrálnym bankám podľa článku 32 ods.5 Štatútu ESCB.<sup>1</sup>

V roku 2005 sa následkom vytvorenia rezervy na riziká súvisiace so zmenami výmenných kurzov, úrokovej miery a ceny zlata vo výške 992 mil. EUR čistý zisk znížil presne na nulu. V dôsledku toho k žiadnemu prevodu do všeobecného rezervného fondu a rozdeleniu zisku medzi akcionárov ECB nedošlo. Zároveň nebolo potrebné vyrovnávať žiadne straty.

<sup>1</sup> Podľa článku 32 ods. 5 Štatútu ESCB sa celkový menový príjem národných centrálnych bánk rozdeľuje medzi jednotlivé národné centrálné banky v pomere k ich splateným podielom na základnom imaní ECB.

## Auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

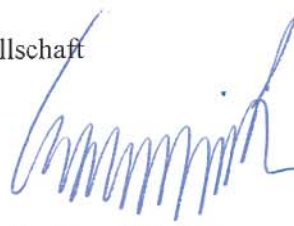
In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**Na tejto strane ECB poskytuje preklad správy externého audítora ECB.  
V prípade nezrovnalostí platí anglická verzia s podpisom KPMG.**

## **Správa audítora**

Prezident a Rada guvernérov  
Európskej centrálnej banky

Frankfurt nad Mohanom

Vykonalí sme audit priloženej súvahy Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2005 a 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. Podľa týchto štandardov máme audit naplánovať a vykonať tak, aby sme získali 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 pravdivo a verne vyjadruje finančnú situáciu Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2005 a výsledok jej hospodárenia za rok končiaci k uvedenému dátumu v súlade s účtovnými zásadami opísanými v prvej časti poznámok.

Frankfurt nad Mohanom 7. marca 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5. KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSISTÉMU K 31. DECEMBRU 2005

(V MIL. EUR)

AKTÍVA	31. DECEMBER 2005	31. DECEMBER 2004
<b>1. Zlato a pohľadávky v zlate</b>	<b>163 881</b>	<b>125 730</b>
<b>2. Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>154 140</b>	<b>153 856</b>
2.1. Pohľadávky voči MMF	16 391	23 948
2.2. Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahranličné pôžičky a ostatné zahraničné aktíva	137 749	129 908
<b>3. Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>23 693</b>	<b>16 974</b>
<b>4. Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>9 185</b>	<b>6 849</b>
4.1. Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a pôžičky	9 185	6 849
4.2. Pohľadávky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
<b>5. Úver v eurách poskytnutý úverovým inštitúciám eurozóny v operáciách menovej politiky</b>	<b>405 966</b>	<b>345 112</b>
5.1. Hlavné refinančné operácie	315 000	270 000
5.2. Dlhodobejšie refinančné operácie	90 017	75 000
5.3. Reverzné dolaďovacie operácie	0	0
5.4. Štrukturálne reverzné operácie	0	0
5.5. Jednodňové refinančné obchody	949	109
5.6. Úvery súvisiace s rozdielmi v maržiac	0	3
<b>6. Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>3 636</b>	<b>3 763</b>
<b>7. Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách</b>	<b>92 367</b>	<b>70 244</b>
<b>8. Dlh verejného sektora v eurách</b>	<b>40 113</b>	<b>41 317</b>
<b>9. Ostatné aktíva</b>	<b>145 635</b>	<b>120 479</b>
<b>Aktíva spolu</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>

V dôsledku zaokrúhľovania súčty a medzisúčty nemusia súhlasiť.

PASÍVA	31. DECEMBER 2005	31. DECEMBER 2004
<b>1. Bankovky v obehu</b>	<b>565 216</b>	<b>501 256</b>
<b>2. Závazky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách z operácií menovej politiky</b>	<b>155 535</b>	<b>138 735</b>
2.1. Bežné účty (pre systém povinných minimálnych rezerv)	155 283	138 624
2.2. Jednodňové sterilizačné obchody	252	106
2.3. Termínované vklady	0	0
2.4. Reverzné doľadovacie operácie	0	0
2.5. Vklady súvisiace s rozdielmi v maržiach	0	5
<b>3. Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>207</b>	<b>126</b>
<b>4. Vydané dlhové certifikáty</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5. Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>41 762</b>	<b>42 187</b>
5.1. Sektor verejnej správy	34 189	35 968
5.2. Ostatné pasíva	7 573	6 219
<b>6. Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>13 224</b>	<b>10 912</b>
<b>7. Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>366</b>	<b>247</b>
<b>8. Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>8 405</b>	<b>10 679</b>
8.1. Vklady, zostatky a ostatné záväzky	8 405	10 679
8.2. Závazky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
<b>9. Protipoložky ku zvláštnym právam čerpania alokovaných MMF</b>	<b>5 920</b>	<b>5 573</b>
<b>10. Ostatné pasíva</b>	<b>67 325</b>	<b>51 791</b>
<b>11. Účty precenenia</b>	<b>119 094</b>	<b>64 581</b>
<b>12. Základné imanie a rezervy</b>	<b>61 562</b>	<b>58 237</b>
<b>Pasíva spolu</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>





# PRÍLOHY

## PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam právnych nástrojov prijatých Európskou centrálnou bankou v roku 2005 a začiatkom roka 2006, 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 v časti Právny rámec.

Číslo	Názov	Úradný vestník
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	Ú. v. EÚ L 111, 2.5.2005, s. 1
ECB/2005/3	Odporúčanie ECB z 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 bankovej štatistiky národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 109, 29.4.2005, s. 6
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	Ú. v. EÚ L 109, 29.4.2005, s. 81
ECB/2005/6	Usmernenie ECB z 11. marca 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/1 o správe devízových rezerv ECB národnými centrálnymi bankami a o právnej dokumentácii pre operácie s devízovými rezervami ECB	Ú. v. EÚ L 109, 29.4.2005, s. 107
ECB/2005/7	Odporúčanie ECB zo 7. apríla 2005 Rade Európskej únie o externom audítovi Bank of Greece	Ú. v. EÚ C 91, 15.4.2005, s. 4
ECB/2005/8	Odporúčanie ECB zo 7. apríla 2005 Rade Európskej únie o externom audítovi Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	Ú. v. EÚ C 91, 15.4.2005, s. 5
ECB/2005/9	Odporúčanie ECB z 20. mája 2005 Rade Európskej únie o externom audítovi De Nederlandsche Bank	Ú. v. EÚ C 151, 22.6.2005, s. 29
ECB/2005/10	Odporúčanie ECB z 26. októbra 2005 Rade Európskej únie o externom audítovi Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Ú. v. EÚ C 277, 10.11.2005, s. 30

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2005/11	Rozhodnutie ECB zo 17. novembra 2005 o rozdeľovaní príjmu ECB z eurobankoviek v obehu medzi národnými centrálnymi bankami zúčastnených členských štátov	Ú. v. EÚ L 311, 26.11.2005, s. 41
ECB/2005/12	Rozhodnutie Európskej centrálnej banky zo 17. novembra 2005, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2002/11 o ročnej účtovnej závierke Európskej centrálnej banky	Ú. v. EÚ L 311, 26.11.2005, s. 43
ECB/2005/13	Usmernenie Európskej centrálnej banky zo 17. novembra 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2002/7 o požiadavkách Európskej centrálnej banky na štatistické vykazovanie v oblasti štvrtročných finančných výkazov	Ú. v. EÚ L 30, 2.2.2006, s. 1
ECB/2005/14	Rozhodnutie ECB z 9. decembra 2005 o schválení objemu emisie mincí v roku 2006	Ú. v. EÚ L 333, 20.12.2005, s. 55
ECB/2005/15	Usmernenie ECB z 15. decembra 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/1 o správe devízových rezerv ECC národnými centrálnymi bankami a o právnej dokumentácii pre operácie s devízovými rezervami ECC	Ú. v. EÚ L 345, 28.12.2005, s. 33
ECB/2005/16	Usmernenie ECB z 30. decembra 2005 o Transeurópskom automatizovanom expresnom systéme hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (TARGET)	Ú. v. EÚ L 18, 23.1.2006, s. 1
ECB/2005/17	Usmernenie Európskej centrálnej banky z 30. decembra 2005, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/7 o nástrojoch a postupoch menovej politiky Euro systému	Ú. v. EÚ L 30, 2.2.2006, s. 26

## STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam stanovísk prijatých Európskou centrálnou bankou v roku 2005 a začiatkom roka 2006 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 členského štátu<sup>1</sup>

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2005/1	Taliansko	Stanovisko k poskytnutiu úverových liniek Banca d'Italia Libanonu
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
CON/2005/8	Litva	Stanovisko k požiadavkám na povinné minimálne rezervy úverových družstiev (kredito unija)
CON/2005/9	Belgicko	Stanovisko k pravidlám týkajúcim sa dohľadu nad obozretným podnikaním inštitúcií, ktoré zabezpečujú zúčtovanie obchodov s cennými papiermi, a inštitúcií, ktoré sa za takéto považujú
CON/2005/10	Maďarsko	Stanovisko k požiadavkám Maďarskej národnej banky na štatistické vykazovanie týkajúcim sa transakčných kódov pre platby
CON/2005/12	Luxembursko	Stanovisko k dohodám o finančných zárukách
CON/2005/13	Cyprus	Stanovisko k vykazovaniu mesačných bilancií peňažnými finančnými inštitúciami
CON/2005/14	Maďarsko	Stanovisko k požiadavkám na povinné minimálne rezervy
CON/2005/15	Dánsko	Stanovisko k rozdeleniu nákladov na prevádzku systému debetných kariet medzi banky, spotrebiteľov a maloobchodníkov
CON/2005/19	Maďarsko	Stanovisko k technickým úlohám a ďalším povinnostiam súvisiacim s ochranou zákonného platidla proti falšovaniu
CON/2005/20	Lotyško	Stanovisko k zmenám a doplneniam štatútu Latvias Banka
CON/2005/21	Litva	Stanovisko k právnemu rámcu na prijatie eura
CON/2005/23	Rakúsko	Stanovisko k vykazovaniu cezhraničných služieb na účely štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície
CON/2005/24	Česká republika	Stanovisko k reorganizácii dohľadu nad finančným trhom a k dohľadu nad platobnými systémami a systémami zúčtovania cenných papierov

<sup>1</sup> V decembri 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.

<sup>2</sup> Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2005/25	Slovensko	Stanovisko k úprave lobingu vrátane lobistických aktivít vo vzťahu k Národnej banke Slovenska
CON/2005/26	Slovensko	Stanovisko k úlohe Národnej banky Slovenska týkajúcej sa integrovaného dohľadu nad celým finančným trhom a k zmenám a doplneniam zákona o NBS
CON/2005/27	Holandsko	Stanovisko k spolupráci medzi De Nederlandsche Bank a Centraal Bureau voor de Statistiek ohľadne požiadaviek ECB na štatistické vykazovanie
CON/2005/28	Cyprus	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona, ktorým sa vykonáva smernica 98/26/ES o konečnom zúčtovaní v platobných systémoch a zúčtovacích systémoch cenných papierov (smernica o konečnom zúčtovaní)
CON/2005/29	Rakúsko	Stanovisko k príspevku Rakúska, financovaného prostredníctvom Oesterreichische Nationalbank, do zvereneckého fondu MMF pre krajiny s nízkymi príjmami postihnuté prírodnou katastrofou
CON/2005/30	Španielsko	Stanovisko k podmienkam prevodu zisku Banco de España do štátnej pokladnice
CON/2005/31	Belgicko	Stanovisko k zavedeniu systému priameho vykazovania v oblasti štatistiky platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície
CON/2005/32	Litva	Stanovisko k požiadavkam Lietuvos bankas na štatistické vykazovanie vo vzťahu k platobným nástrojom
CON/2005/34	Taliansko	Stanovisko k zmenám štruktúry a interného riadenia Banca d'Italia, ktoré vyplývajú zo zákona o ochrane úspor
CON/2005/35	Cyprus	Stanovisko k zmenám a doplneniam režimu minimálnych rezerv Central Bank of Cyprus
CON/2005/36	Česká republika	Stanovisko k modernizácii právnej úpravy úpadku prostredníctvom zavedenia nových spôsobov riešenia úpadku a posilnenia práv veriteľov
CON/2005/37	Nemecko	Stanovisko k zmenám spravodajskej povinnosti v oblasti cezhraničných platieb
CON/2005/38	Litva	Stanovisko k právu Lietuvos bankas vydávať bankovky a mince po prijatí eura a k osobnej nezávislosti jej guvernéra
CON/2005/39	Česká republika	Stanovisko k pozmeňovaciemu návrhu na úplnú integráciu dohľadu nad finančným trhom v rámci Českej národnej banky ako jediného orgánu dohľadu
CON/2005/40	Francúzsko	Stanovisko k vykonávaniu pravidiel o prevode vlastníckeho práva k finančným nástrojom



Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2005/41	Taliansko	Stanovisko k dohľadu nad platobnými systémami pre nízkoobjemové platby
CON/2005/42	Maďarsko	Stanovisko k materiálnym, technickým a bezpečnostným požiadavkám a požiadavkám na nepretržitú prevádzku pre zúčtovacie transakcie
CON/2005/43	Belgicko	Stanovisko k zrušeniu cenných papierov na doručiteľa a k modernizácii právneho rámca pre účastnícke cenné papiere
CON/2005/44	Poľsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam devízovej právnej úpravy
CON/2005/45	Česká republika	Stanovisko k požiadavkám na štatistické vykazovanie niektorých finančných inštitúcií vrátane poisťovní a penzijných fondov
CON/2005/46	Česká republika	Stanovisko k výmene individuálnych štatistických údajov medzi Českou národnou bankou a Českým štatistickým úradom na štatistické účely
CON/2005/47	Slovensko	Stanovisko k vyňatiu Národnej banky Slovenska z trestnej zodpovednosti právnických osôb
CON/2005/48	Švédsko	Stanovisko k náhrade nákladov, ktorú Sveriges Riksbank vo forme úrokov platí podnikom za oddelenie a úschovu hotovosti
CON/2005/49	Česká republika	Stanovisko k štatistickej spravodajskej povinnosti bánk a pobočiek zahraničných bánk
CON/2005/50	Slovensko	Zníženie ročných príspevkov komerčných bánk do Fondu ochrany vkladov a menové financovanie
CON/2005/52	Maďarsko	Rozsah informácií poskytovaných do informačného systému centrálnej banky a spôsob a termíny ich poskytovania
CON/2005/54	Švédsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam štatútu Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slovensko	Stanovisko k zmenám systému štátnej pokladnice
CON/2005/57	Slovensko	Stanovisko k redenominácii základného imania akciových spoločností a spoločností s ručením obmedzeným a k zavedeniu akcií bez menovitej hodnoty v súvislosti so zavedením eura
CON/2005/58	Taliansko	Stanovisko k revidovanému návrhu zmien štruktúry a interného riadenia Banca d'Italia, ktoré vyplývajú zo zákona o ochrane úspor
CON/2005/59	Estónsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona o Eesti Pank v rámci príprav na prijatie eura
CON/2005/60	Litva	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona o Lietuvos bankas v rámci príprav na prijatie eura
CON/2005/61	Slovensko	Stanovisko k účtovným štandardom a štandardom finančného výkazníctva, ktoré má používať Národná banka Slovenska

**(b) Stanoviská ECB na základe konzultácie európskej inštitúcie<sup>3</sup>**

Číslo <sup>4</sup>	Žiadateľ	Názov	Úradný vestník
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
CON/2005/6	Rada	Stanovisko k vymenovaniu člena Výkonnej rady ECB	Ú. v. EÚ C 75, 24.3.2005, s. 14
CON/2005/7	Rada	Stanovisko k Haagskemu dohovoru týkajúcemu sa cenných papierov držaných sprostredkovateľom	Ú. v. EÚ C 81, 2.4.2005, s. 10
CON/2005/11	Rada	Stanovisko ku kvalite štatistických údajov v rámci postupu pri nadmernom schodku	Ú. v. EÚ C 116, 18.5.2005, s. 11
CON/2005/16	Rada	Stanovisko k štatistike Spoločenstva týkajúcej sa štruktúry a činnosti zahraničných afiliácií	Ú. v. EÚ C 144, 14.6.2005, s. 14
CON/2005/17	Rada	Stanovisko o urýchľovaní a objasňovaní vykonania postupu pri nadmernom schodku s cieľom zohľadniť zmeny v uplatňovaní Paktu stability a rastu	Ú. v. EÚ C 144, 14.6.2005, s. 16
CON/2005/18	Rada	Stanovisko k posilneniu dohľadu nad stavmi rozpočtov a dohľadu nad hospodárskymi politikami a ich koordinácii s cieľom zohľadniť zmeny v uplatňovaní Paktu stability a rastu	Ú. v. EÚ C 144, 14.6.2005, s. 17
CON/2005/22	Rada	Stanovisko k predĺženiu výmenného, pomocného a školiaceho programu na ochranu eura proti falšovaniu (program Pericles)	Ú. v. EÚ C 161, 1.7.2005, s. 11
CON/2005/33	Komisia	Stanovisko k spoločným referenčným obdobiam indexu pre harmonizovaný index spotrebiteľských cien prices (HICP)	Ú. v. EÚ C 254, 14.10.2005, s. 4
CON/2005/51	Rada	Stanovisko k režimu zavedenia eura v členských štátoch, ktoré zatiaľ neprijali euro	Ú. v. EÚ C 316, 13.12.2005, s. 25

<sup>3</sup> Zverejnené tiež na internetovej stránke ECB.

<sup>4</sup> Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.

Číslo <sup>4</sup>	Žiadateľ	Názov	Úradný vestník
CON/2005/53	Rada	Stanovisko k predĺženiu termínov na transpozíciu a uplatňovanie smernice 2004/39/ES o trhoch s finančnými nástrojmi	Ú. v. EÚ C 323, 9.12.2005, s. 31
CON/2005/56	Rada	Stanovisko k údajom o príkazcovi, ktoré sprevádzajú prevody finančných prostriedkov	Ú. v. EÚ C 336, 31.12.2005, s. 109

# CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY V EUROSYSTÉME<sup>1</sup>

## 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 sumy prideľovanej v jednotlivých dlhodobějších refinančných operáciách v roku 2005 z 25 mld. na 30 mld. EUR na obchod. Toto zvýšenie zohľadňuje vyššiu potrebu likvidity v bankovom systéme eurozóny očakávanú v r. 2005. Eurosystem však bude naďalej zabezpečovať prevažnú časť likvidity prostredníctvom základných refinančných operácií. Rada guvernérov môže rozhodnúť o ďalšej zmene prideľovanej sumy na začiatku roku 2006.

## 3. FEBRUÁR, 3. MAREC, 7. APRÍL, 4. MÁJ, 2. JÚN, 7. JÚL, 4. AUGUST, 1. SEPTEMBER, 6. OKTÓBER A 3. NOVEMBER 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. DECEMBER 2005

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 0,25 percentuálneho bodu na 2,25 % s účinnosťou od obchodu splatného 6. decembra 2005. Súčasne rozhodla o zvýšení úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné obchody o 0,25 percentuálneho bodu na 3,25 % a úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné obchody

o 0,25 percentuálneho bodu na 1,25 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 6. decembra 2005.

## 16. DECEMBER 2005

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky rozhodla o zvýšení sumy prideľovanej v jednotlivých dlhodobějších refinančných operáciách v roku 2006 z 30 mld. EUR na 40 mld. EUR. Zvýšenie tejto sumy zohľadňuje dve skutočnosti. Po prvé, v roku 2006 sa očakáva ďalšie zvýšenie dopytu bankového systému eurozóny po likvidite. Po druhé, Eurosystem sa rozhodol mierne zvýšiť podiel dlhodobějších refinančných operácií na uspokojovaní dopytu po likvidite. Väčšinu likvidity však bude Eurosystem aj naďalej poskytovať prostredníctvom hlavných refinančných operácií. Rada guvernérov môže rozhodnúť o ďalšej úprave výšky prideľovanej sumy na začiatku roku 2007.

## 12. JANUÁR A 2. FEBRUÁR 2006

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednoduchové refinančné a jednoduchové sterilizačné obchody v nezmenenej výške, t. j. 2,25 %, resp. 3,25 % a 1,25 %.

<sup>1</sup> Chronológia opatrení v menovej politike Eurosystemu prijatých od roku 1999 do roku 2004 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 – 23, vo Výročnej správe ECB za rok 2003, s. 217–218 a vo Výročnej správe ECB za rok 2004, s. 215.



# PUBLIKÁCIE EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY VYDANÉ OD ROKU 2005

Zoznam obsahuje vybrané publikácie Európskej centrálnej banky od januára 2005. V časti „Working Papers“ sú v zozname uvedené iba publikácie vydané od decembra 2005 do februára 2006. 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 na internetovej stránke ECB (<http://www.ecb.int>).

## VÝROČNÁ SPRÁVA

Výročná správa 2004, apríl 2005.

## ČLÁNKY PUBLIKOVANÉ V MESAČNOM BULLETINE

- „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.
- „Asset price bubbles and monetary policy“, April 2005.
- „Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan“, April 2005.
- „The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union“, April 2005.
- „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area“, May 2005.
- „Consolidation and diversification in the euro area banking sector“, May 2005.
- „The evolving framework for corporate governance“, May 2005.
- „The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date“, July 2005.
- „The Lisbon strategy – five years on“, July 2005
- „The use of harmonised MFI interest rate statistics“, July 2005.
- „The reform of the Stability and Growth Pact“, August 2005.
- „The role of ‘Emerging Asia’ in the global economy“, August 2005.
- „The euro banknotes: developments and future challenges“, August 2005.
- „Money demand and uncertainty“, October 2005.
- „Assessing the performance of financial systems“, October 2005.
- „Price-setting behaviour in the euro area“, November 2005.
- „Developments in corporate finance in the euro area“, November 2005.
- „Economic and financial relations between the euro area and Russia“, November 2005.
- „The predictability of the ECB’s monetary policy“, January 2006.
- „Hedge funds: developments and policy implications“, January 2006.
- „Assessing house price developments in the euro area“, February 2006.
- „Fiscal policies and financial markets“, February 2006.

## STATISTICS POCKET BOOK

Vydávané mesačne od augusta 2003.



### LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments“ by K. M. Löber, February 2006.

### OCCASIONAL PAPER SERIES

- 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.
- 25 „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ by G. Wolswijk and J. de Haan, March 2005.
- 26 „Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators“ by L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars and J. Vesala, April 2005.
- 27 „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ by H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez and R. Ritter, April 2005.
- 28 „Regulatory reforms in selected EU network industries“ by R. Martin, M. Roma and I. Vansteenkiste, April 2005.
- 29 „Wealth and asset price effects on economic activity“ by F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan and A. Willman, June 2005.
- 30 „Competitiveness and the export performance of the euro area“ by a task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, June 2005.
- 31 „Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council“ by M. Sturm and N. Siegfried, June 2005.
- 32 „Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors“ by an International Relations Committee Task Force, June 2005.
- 33 „Integration of securities market infrastructures in the euro area“ by H. Schmiedel and A. Schönenberger, July 2005.
- 34 „Hedge funds and their implications for financial stability“ by T. Garbaravicius and F. Dierick, August 2005.
- 35 „The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective“ by R. Petschnigg, September 2005.
- 36 „Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route“ by I. Angeloni, M. Flad and F. P. Mongelli, September 2005.
- 37 „Financing conditions in the euro area“ by L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel and S. Scopel, October 2005.
- 38 „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature“ by M. G. Briotti, October 2005.
- 39 „Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004“ by A. Annenkov and C. Madaschi, October 2005.
- 40 „What does European institutional integration tell us about trade integration?“ by F. P. Mongelli, E. Dorrucchi and I. Agur, December 2005.
- 41 „Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences“ by N. Leiner-Killinger, C. Madaschi and M. Ward-Warmedinger, December 2005.

- 42 „The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union“ by F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher and K. G. Spitzer, December 2005.
- 43 „The accumulation of foreign reserves“ by an International Relations Committee Task Force, February 2006.

#### WORKING PAPER SERIES

- 559 „When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?“ by B. Mojon, December 2005.
- 560 „The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies“ by A. Mehl and J. Reynaud, December 2005.
- 561 „Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data“ by H. Stahl, December 2005.
- 562 „The price-setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data“ by F. Martins, December 2005.
- 563 „Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence“ by L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen and J. Vilmunen, December 2005.
- 564 „Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb“ by M. Diron and B. Mojon, December 2005.
- 565 „The timing of central bank communication“ by M. Ehrmann and M. Fratzscher, December 2005.
- 566 „Real versus financial frictions to capital investment“ by N. Bayraktar, P. Sakellaris and P. Vermeulen, December 2005.
- 567 „Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation“ by M. Sánchez, December 2005.
- 568 „Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis“ by S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran and L. V. Smith, December 2005.
- 569 „Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions“ by F. González and S. Launonen, December 2005.
- 570 „Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis“ by L. Rinaldi and A. Sanchis-Arellano, January 2006.
- 571 „Are emerging market currency crises predictable? A test“ by T. A. Peltonen, January 2006.
- 572 „Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data“ by M. Kuismanen and L. Pistaferri, January 2006.
- 573 „Credit chains and the propagation of financial distress“ by F. Boissay, January 2006.
- 574 „Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union“ by F. Busetti, L. Forni, A. Harvey and F. Venditti, January 2006.
- 575 „Growth in euro area labour quality“ by G. Schwerdt and J. Turunen, January 2006.
- 576 „Debt-stabilising fiscal rules“ by P. Michel, L. von Thadden and J.-P. Vidal, January 2006.
- 577 „Distortionary taxation, debt and the price level“ by A. Schabert and L. von Thadden, January 2006.
- 578 „Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography“ by H. Berger, M. Ehrmann and M. Fratzscher, January 2006.

- 579 „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“ by J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano and M. Spolander, January 2006.
- 580 „Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison“ by C. K. Sørensen and T. Werner, January 2006.
- 581 „Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets“ by A. Afonso, L. Schuknecht and V. Tanzi, January 2006.
- 582 „What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?“ by F. O. Bilbiie, A. Meier and G. J. Müller, January 2006.
- 583 „Back to square one: identification issues in DSGE models“ by F. Canova and L. Sala, January 2006.
- 584 „A new theory of forecasting“ by S. Manganelli, January 2006.
- 585 „Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement“ by A. Lamo, J. Messina and E. Wasmer, February 2006.
- 586 „A method to generate structural impulse responses for measuring the effects of shocks in structural macro models“ by A. Beyer and R. E. A. Farmer, February 2006.
- 587 „Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries“ by U. Böwer and C. Guillemineau, February 2006.
- 588 „Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover“ by M. Ehrmann, February 2006.
- 589 „Forecasting economic aggregates by disaggregates“ by D. F. Hendry and K. Hubrich, February 2006.
- 590 „The pecking order of cross-border investment“ by C. Daude and M. Fratzscher, February 2006.
- 591 „Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence“ by A. Banerjee and J. L. Carrion-i-Silvestre, February 2006.
- 592 „Non-linear dynamics in the euro area demand for M1“ by A. Calza and A. Zaghini, February 2006.
- 593 „Robustifying learnability“ by R. J. Tetlow and P. von zur Muehlen, February 2006.

### ĎALŠIE PUBLIKÁCIE

- „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 accession countries – Addendum incorporating 2003 figures“ („Blue Book“), February 2005.
- „Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, March 2005.
- „Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option“, April 2005.

„Euro money market study 2004“, May 2005.

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties“, May 2005.

„Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004“, May 2005.

„TARGET Annual Report 2004“, May 2005.

„The new EU Member States: convergence and stability“, May 2005.

„Financial Stability Review“, June 2005.

„Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament“, June 2005.

„Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions“, June 2005.

„Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL“, June 2005.

„Information guide for credit institutions using TARGET“, June 2005.

„Statistical classification of financial markets instruments“, July 2005.

„Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions“, July 2005.

„Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures“ („Blue Book“), August 2005.

„Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)“, August 2005.

„Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement“, August 2005.

„ECB statistics: a brief overview“, August 2005.

„Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles“, August 2005.

„Indicators of financial integration in the euro area“, September 2005.

„EU banking structures“, October 2005.

„EU banking sector stability“, October 2005.

„Second progress report on TARGET2“, October 2005.

„Legal aspects of the European System of Central Banks“, October 2005.

„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ („B.o.p. Book“), November 2005.

„Large EU banks' exposures to hedge funds“, November 2005.

„Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation“, November 2005.

„The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation“, December 2005.

„Financial Stability Review“, December 2005.

„Review of the international role of the euro“, December 2005.

„The Eurosystem, the Union and beyond“, December 2005.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables“, January 2006.

„Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling“, January 2006.

„Euro money market survey 2005“, January 2006.

„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, February 2006.

„Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (fourth progress report)“, February 2006.

#### **INFORMAČNÉ BRUŽÚRY**

„The current TARGET system“, August 2005.

„TARGET2 – innovation and transformation“, August 2005.

„The euro area at a glance“, August 2005.

## 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 jednodňové 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. Dlhové cenné papiere s pôvodnou dobou splatnosti nad jeden rok sa klasifikujú ako dlhodobé.

**Dohoda o spätnom odkúpení [Repurchase agreement]:** dohoda, pri ktorej sa predáva aktívum, pričom predávajúci získava súčasne právo a povinnosť jeho spätného odkúpenia 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.

**Dolaďovací obchod [Fine-tuning operation]:** operácia na voľnom trhu, ktorú Eurosystem vykonáva preto, aby sa vysporiadal s neočakávanými výkyvmi likvidity na trhu. Periodicita a splatnosť dolaďovacích obchodov nie sú štandardizované.

**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 Eurosystemu a Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a podľa zmluvy (článok 107(2)) má vlastnú právnu subjektivitu. Zabezpečuje, aby sa v súlade so Štatútom ESCB úlohy zverené Eurosystemu a ESCB



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 (HMÚ)** 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, ktorého účelom je 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 (HMÚ)**.

**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 **Európskeho systému centrálnych bánk**.

**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 (HMÚ) [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 HMÚ 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.

**Hrubý prevádzkový prebytok [Gross operating surplus]:** prebytok (alebo schodok) hodnoty všetkých produkčných činností po odpočítaní nákladov na medzispotrebu, odmeny zamestnancom a daní

(znížených o produkčné subvencie), avšak bez zohľadnenia platieb a príjmov z pôžičiek/prenájomu alebo z vlastníctva finančných a neprodukovaných aktív.

**Implikovaná volatilita [Implied volatility]:** očakávaná volatilita (t.j. štandardná odchýlka) miery cenovej zmeny nejakého aktíva (napríklad dlhopisu alebo akcie). Dá sa odvodiť z ceny aktíva, dátumu splatnosti a z realizačnej ceny opcií na toto aktívum, ako aj z bezrizikovej miery návratnosti pomocou modelu oceňovania opcií (napríklad Black-Scholesovho modelu).

**Jednodňový refinančný obchod [Marginal lending facility]:** automatická operácia Eurosystemu, 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 Eurosystemu, ktorú môžu **zmluvné strany** využívať na uloženie jednodňových vkladov v národnej centrálnej banke, úročených vopred stanovenou úrokovou sadzbou (pozri tiež **Kľúčové úrokové sadzby ECB**).

**Kandidátske krajiny [Accession countries]:** krajiny, s ktorými sa začalo rokovať o pristúpení k EÚ. Dňa 3. októbra sa začali rokovania s Chorvátskom a Tureckom.

**Kľúčové úrokové sadzby ECB [Key ECB interest rates]:** úrokové sadzby určené **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 nerezydentom eurozóny. Je hlavným štatistickým zdrojom pre výpočet menových agregátov a základom pre pravidelné analýzy protipoložiek **M3**.

**Lisabonská stratégia [Lisbon strategy]:** program komplexných štrukturálnych reforiem zameraných na transformáciu EÚ na „najdynamickejšie sa rozvíjajúcu ekonomiku sveta založenú na vedomostiach s najvyššou mierou konkurencieschopnosti“, prijatý v roku 2000 na zasadnutí Európskej rady v Lisabone.

**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**, odvodený z aktív vyčlenených podľa usmernení **Rady guvernérov**, ktoré sú vedené ako protipoložky k bankovkám v obehu a záväzkom z vkladov **úverových inštitúcií**.

**Minimálna akceptovateľná sadzba [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 **klúčových úrokových sadzieb ECB**, ktorá vyjadruje nastavenie menovej politiky.

**M1:** úzky menový agregát. Zahŕňa obehivo 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.

**Náklady nefinančných spoločností na externé financovanie [Cost of external financing of non-financial corporations]:** náklady nefinančných spoločností na získavanie nových prostriedkov z vonkajších zdrojov. V prípade nefinančných spoločností **eurozóny** sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na **dlhové cenné papiere** a nákladov na základné imanie na základe aktuálneho stavu (upraveného o účinky precenenia) a po znížení o inflačné očakávania.

**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 štrukturálne 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 štrukturálne 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).

**Ostatní finanční sprostredkovatelia [Other financial intermediary (OFI)]:** spoločnosti a podobné subjekty okrem poisťovacích spoločností alebo penzijných fondov, ktorých predmetom činnosti

je finančné sprostredkovanie realizované vstupovaním do záväzkov, ktoré nemajú formu peňazí, vkladov alebo iných návratných prostriedkov, prijatých od inštitucionálnych subjektov iných ako PFI. Sú to najmä subjekty, ktorých predmetom činnosti je dlhodobé financovanie, napríklad spoločnosti zamerané na finančný lízing, ďalej finančné spoločnosti vytvorené na prevod sekuritizovaných aktív, finančné holdingové spoločnosti, obchodníci s cennými papiermi a derivátmi (ak obchodujú na vlastný účet), investičné kapitálové spoločnosti a projektové kapitálové spoločnosti.

**Pakt stability a rastu [Stability and Growth Pact]:** Tento pakt má slúžiť ako prostriedok na zabezpečenie zdravých vládnych financií v tretej etape **Hospodárskej a menovej únie (HMÚ)** v záujme vytvorenia priaznivých podmienok pre **cenovú stabilitu** a silný udržateľný rast vedúci k tvorbe pracovných miest. Za týmto účelom pakt vyžaduje, aby členské štáty vymedzili svoje strednodobé rozpočtové ciele. Obsahuje tiež konkrétne vymedzenie **postupu pri nadmernom schodku**. Pakt pozostáva z rezolúcie amsterdamskej Európskej rady zo 17. júna 1997 o Pakte stability a rastu a z dvoch nariadení Rady, a to (i) z nariadenia (ES) č. 1446/97 zo 7. júla o posilnení dozoru nad rozpočtovými pozíciami a o dozore a koordinácii hospodárskych politík v znení nariadenia (ES) č. 1055/2005 z 27. júna 2005 a (ii) z nariadenia (ES) č. 1467/97 zo 7. júla 1997 o urýchľovaní a objasňovaní vykonania postupu pri nadmernom deficite v znení nariadenia (ES) 1056/2005 z 27. júna 2005, a dopĺňa ho správa Rady ECOFIN „Zlepšenie implementácie Paktu stability a rastu“, ktorú schválila bruselská Európska rada z 22. a 23. marca 2005. Dopĺňa ho aj nový kódex správania „Vyjasnenie implementácie Paktu stability a rastu a usmernenia o forme a obsahu Programu stability a konvergencie“, ktorý schválila Rada ECOFIN 11. októbra 2005.

**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**. 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. **Európska centrálna banka** zverejňuje kalendár stanovených období 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 **Eurosystem**, rezidentné **úverové inštitúcie** (tak ako sú definované v právnych predpisoch spoločenstva) a všetky ostatné rezidentné finančné inštitúcie, ktorých predmetom činnosti je prijímanie vkladov alebo iných návratných prostriedkov od subjektov iných ako PFI a poskytovanie úverov a investovanie do cenných papierov vo svojom mene a na svoj účet (prinajmenšom z ekonomického hľadiska). Naposledy menovaná skupina pozostáva najmä z podielových fondov **peňažného trhu**.

**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 deficit 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 pasíva verejnej správy.

**Pristupujúce krajiny [Acceding countries]:** krajiny, ktoré podpísali Zmluvu o pristúpení k EÚ. Bulharsko a Rumunsko ju podpísali 25. apríla 2005.

**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** nesplatiť 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 spoločenskú 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 platieb v reálnom čase (RTGS) [Real-time gross settlement (RTGS) system]:** systém zúčtovania, v ktorom sa spracovanie a zúčtovanie uskutočňuje spôsobom pokyn po pokyne (bez vzájomného 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. Takýto 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 automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase) [TARGET – Trans-European automated real-time Gross settlement Express Transfer system]: systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (RTGS) v eurách.** Je to decentralizovaný systém, ktorý pozostáva z 15 národných systémov RTGS, platobného mechanizmu ECB a mechanizmu prepojenia.

**TARGET2:** nová generácia systému **TARGET**, v ktorej sa súčasná decentralizovaná technická štruktúra nahradí jednotnou zdieľanou platformou ponúkajúcou harmonizované služby s jednotným cenovým rámcom.

**Trh s dlhopismi [Bond market]:** trh, na ktorom sa vydávajú dlhodobšie **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** nesplätí 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 **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 (konkrétne pasív).

**Ziskovosť podnikov [Corporate profitability]:** ukazovateľ podnikovej výnosovosti, najmä vo vzťahu k podnikovým tržbám, aktívam alebo k základnému imaniu. Existuje viacero rôznych ukazovateľov ziskovosti vychádzajúcich z finančných výkazov podniku, napríklad pomer prevádzkového zisku (tržby mínus prevádzkové náklady) k tržbám, pomer čistého zisku (zisk z prevádzkových a neprevádzkových činností po odpočítaní daní, odpisov a mimoriadnych položiek) k tržbám, návratnosť aktív (pomer čistého zisku a celkových aktív) a návratnosť základného imania (pomer



čistého zisku a vlastného imania). Na makroekonomickej úrovni sa ako ukazovateľ ziskovosti na základe národných účtov často používa **hrubý prevádzkový prebytok**, napríklad vo vzťahu k HDP alebo k pridanej hodnote.

**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).

ISSN 1830292-0



9 771830 292002