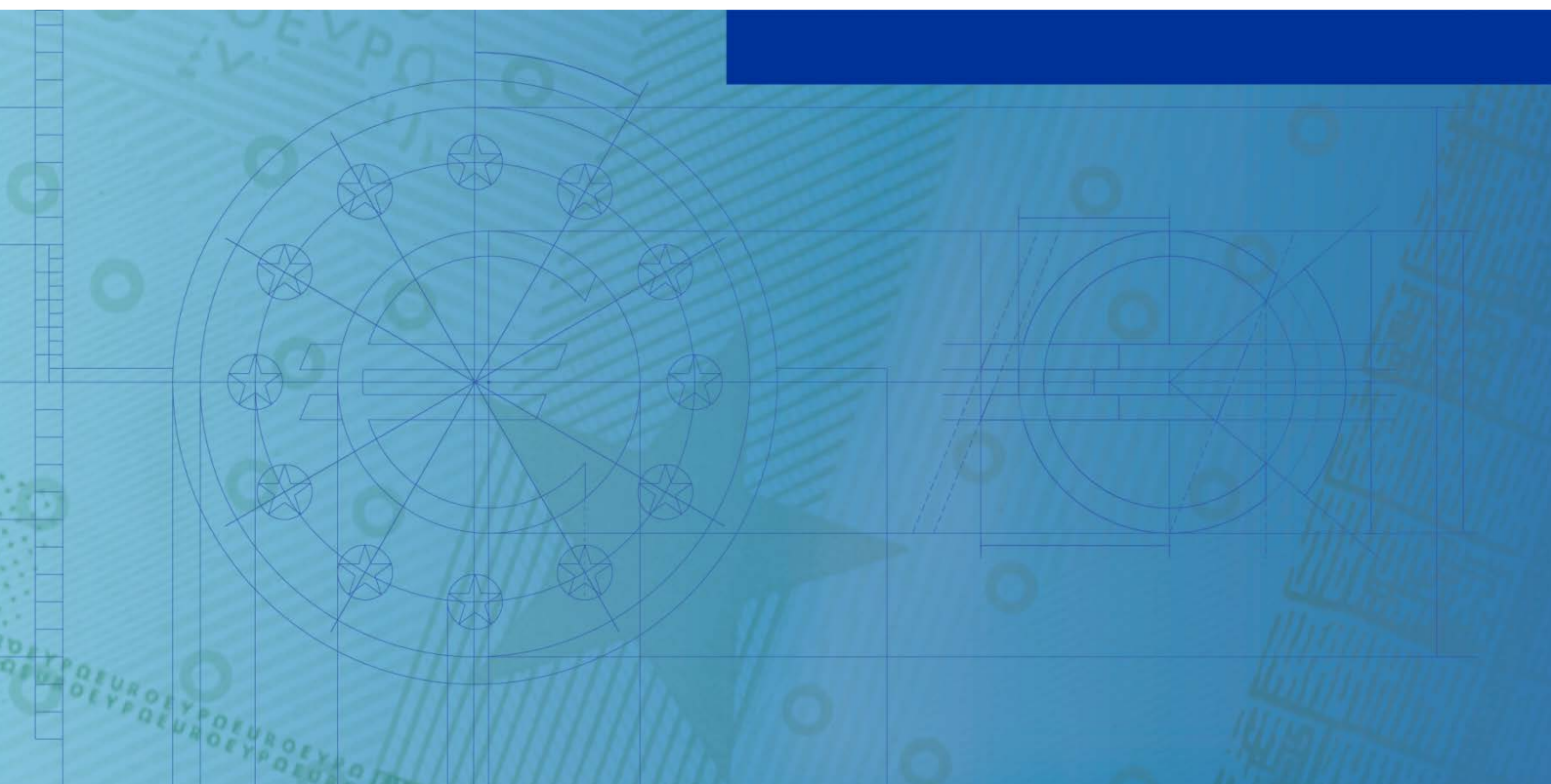




EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA  
EUROSYSTEM

# Výročná správa

2016



# Obsah

<b>Predslov</b>	<b>4</b>
<b>Hospodárstvo eurozóny, menová politika ECB a európsky finančný sektor v roku 2016</b>	<b>6</b>
<b>1 Hospodárstvo eurozóny</b>	<b>6</b>
1.1 Globálne makroekonomické prostredie	6
1.2 Finančný vývoj	11
<b>Box 1</b> Vplyv nízkych úrokových sadzieb na banky a finančnú stabilitu	16
1.3 Celkové oživenie	18
<b>Box 2</b> Faktory podporujúce súčasné oživenie	21
1.4 Vývoj cien a nákladov	24
<b>Box 3</b> Trendy základnej inflácie: úloha dynamiky miezd	28
1.5 Vývoj peňažných a úverových agregátov	31
1.6 Fiškálna politika a štrukturálne reformy	34
<b>Box 4</b> Prioritné reformy na zlepšenie podnikateľského prostredia a tovarových trhov v eurozóne	41
<b>2 Menová politika zameraná na podporu hospodárskeho oživenia a rastu inflácie v eurozóne</b>	<b>43</b>
2.1 Potreba ďalších menovopolitických opatrení v roku 2016	43
<b>Box 5</b> Distribučné účinky menovej politiky	48
2.2 Vplyv menovej politiky na finančné a ekonomické podmienky	52
<b>Box 6</b> Objem a zloženie súvahy Eurosystemu	56
<b>3 Európsky finančný sektor: zvyšovanie odolnosti v podmienkach nízkej ziskovosti</b>	<b>59</b>
3.1 Riziká a zraniteľné miesta vo finančnom systéme eurozóny	59
<b>Box 7</b> Rôznorodosť obchodných modelov bánk a ich adaptácia na prostredie nízkych úrokových mier	62
3.2 Makroprudenciálna funkcia ECB	65
3.3 Mikroprudenciálna funkcia ECB	68

3.4	Príspevok ECB k regulačným iniciatívam	69
<b>Box 8</b>	Problémové úvery v eurozóne	72
	<b>Ostatné úlohy a činnosti</b>	<b>75</b>
<b>1</b>	<b>Infraštruktúra trhu a platby</b>	<b>75</b>
1.1	Konsolidácia TARGET2 a T2S	75
1.2	Služby vyrovnaní obchodov na podporu okamžitých platieb	76
1.3	Budúca infraštruktúra trhu Eurosystemu a technológia distribuovanej databázy transakcií	77
1.4	Bezpečná infraštruktúra finančného trhu	77
<b>2</b>	<b>Finančné služby poskytované iným inštitúciám</b>	<b>78</b>
2.1	Správa prijímaných a poskytovaných úverov	78
2.2	Služby správy rezerv Eurosystemu	78
<b>3</b>	<b>Bankovky a mince</b>	<b>79</b>
3.1	Obeh bankoviek a mincí	79
3.2	Nová bankovka 50 €	81
3.3	Falzifikáty eurových bankoviek	81
<b>4</b>	<b>Štatistika</b>	<b>82</b>
4.1	Nové a rozšírené štatistiky eurozóny	82
4.2	Ďalší vývoj v oblasti štatistiky	83
<b>5</b>	<b>Ekonomický výskum</b>	<b>84</b>
5.1	Výskumné priority a skupiny ECB	84
5.2	Výskumné skupiny Eurosystemu/ESCB	85
5.3	Konferencie a publikácie	86
<b>6</b>	<b>Činnosti a povinnosti v právnej oblasti</b>	<b>87</b>
6.1	Účasť ECB na súdnych konaniach na úrovni EÚ	87
6.2	Stanoviská ECB a konzultácie	89
6.3	Vývoj v právnej oblasti súvisiaci s jednotným mechanizmom dohľadu	92

6.4	Dodržiavanie zákazu menového financovania a privilegovaného prístupu	92
<b>7</b>	<b>Medzinárodné a európske vzťahy</b>	<b>93</b>
7.1	Európske vzťahy	93
7.2	Medzinárodné vzťahy	96
<b>Box 9</b>	<b>Brexit – dôsledky a perspektíva</b>	<b>99</b>
<b>8</b>	<b>Externá komunikácia</b>	<b>100</b>
	<b>Prílohy</b>	<b>102</b>
1	Inštitucionálny rámec	102
2	Výbory Eurosystemu/ESCB	112
3	Vývoj v oblasti organizácie a ľudských zdrojov	113
	<b>Ročná účtovná závierka</b>	<b>A1</b>
	<b>Konsolidovaná súvaha Eurosystemu k 31. decembru 2016</b>	<b>C1</b>
	<b>Štatistika (len v anglickom jazyku)</b>	<b>S1</b>

# Predslov



Rok 2016 bol po mnohých stránkach náročný, priniesol však i známky pokroku. Hoci bol na začiatku poznačený hospodárskou neistotou, v jeho závere bola ekonomika najsilnejšia od poslednej krízy.

Popri klesajúcej hospodárskej neistote však rástla neistota politická. Museli sme čeliť celému radu geopolitických udalostí, ktoré predurčia prostredie na realizáciu našej politiky na veľa rokov dopredu. Táto výročná správa opisuje spôsob, akým sa ECB s týmto búrlivým prostredím vyrovnala.

Začiatok roka 2016 bol poznačený obavami z opätovného spomalenia svetovej hospodárskej aktivity, ktoré sa prejavovali výraznou volatilitou finančného trhu. Hrozilo nebezpečenstvo, že návrat inflácie na našu cieľovú úroveň sa ešte viac oddiali, pričom veľmi nízka inflácia predstavovala významné riziko vzniku deflácie. Rovnako ako v roku 2015 bola Rada guvernérov naďalej odhodlaná nasadiť na dosiahnutie svojho cieľa všetky nástroje, ktoré má v rámci svojho mandátu k dispozícii.

V marci sme preto zaviedli sériu nových opatrení na zintenzívnenie menovopolitickej stimulácie vrátane ďalšieho zníženia kľúčových menovopolitických sadzieb, zvýšenia objemu nákupov v rámci programu nákupu aktív zo 60 mld. € na 80 mld. € mesačne, historicky prvého nákupu podnikových dlhopisov a zavedenia nových cielených dlhodobějších refinančných operácií.

Ako v správe konštatujeme, tieto opatrenia sa osvedčili ako veľmi účinné pri uvoľňovaní podmienok financovania, udržiavaní tempa hospodárskeho oživenia a v konečnom dôsledku i pri podpore postupného návratu miery inflácie na úroveň bližšiu nášmu cieľu.

Vzhľadom na úspech našej politiky sme v decembri rozšírili program nákupu aktív s cieľom zabezpečiť dlhodobějšíu podporu podmienok financovania a trvalý návrat inflácie k mieram, ktoré sú v blízkosti, ale pod úrovňou 2 %. Objem nakupovaných aktív sa však vrátil na pôvodnú úroveň 60 mld. € mesačne. Dôvodom bol úspech našich krokov v predchádzajúcej časti roka: prehlbovanie dôvery v hospodárstvo eurozóny a rozptyľovanie deflačných rizík.

Popri uvedených kladoch však má menová politika, tak ako vždy, i vedľajšie účinky, a tie sa v roku 2016 často dostávali do centra pozornosti. Na niektoré z otázok a obáv týkajúcich sa neželaných dôsledkov našich opatrení dávame odpoveď v tejto správe.

Jednou z nich je otázka distribučných účinkov, najmä ich nerovnosti. Poukazujeme na to, že v strednodobom horizonte sa prejavujú pozitívne distribučné účinky menovej politiky vedúce k znižovaniu nezamestnanosti, z čoho najviac profitujú menej majetné domácnosti. Zabezpečenie zamestnanosti je v konečnom dôsledku jedným z najúčinnějších prostriedkov znižovania nerovnosti.

Ďalšou otázkou je ziskovosť bánk, poisťovní a penzijných fondov. Analyzujeme preto, ako prostredie nízkych úrokových sadzieb ovplyvňuje finančné inštitúcie a ako naň reagujú. Ukazujeme, že schopnosť adaptácie závisí od špecifických obchodných modelov bánk.

V správe sa zameriavame i na ďalšie výzvy, ktorým finančný sektor čelil v roku 2016. Pozrieme sa predovšetkým na otázku problémových úverov, na opatrenia potrebné na jej riešenie a na zostávajúce prekážky. Osobitne sa venujeme novým technológiám a inováciám vo finančnom sektore. Skúmame, ako môžu ovplyvniť jeho štruktúru a fungovanie a čo to znamená pre orgány dohľadu a regulátorov.

Žiadna rekapitulácia roka 2016 by, samozrejme, nebola úplná, ak by sme nespomenuli seizmické politické zmeny, ktoré tento rok priniesol, v neposlednom rade rozhodnutie Spojeného kráľovstva vystúpiť z Európskej únie. V správe sa brexit hodnotí z pohľadu ECB. Zdôrazňujeme pritom predovšetkým dôležitosť zachovania integrity jednotného trhu a homogénnosti jeho pravidiel a ich vymáhania.

Politická neistota pravdepodobne potrvá i v roku 2017. Napriek tomu sme presvedčení, že hospodárske oživenie podporované našou menovou politikou bude pokračovať. ECB sa pri svojich krokoch riadi jednoznačným mandátom: udržiavať cenovú stabilitu. Toto poslanie nás úspešne viedlo počas celého roka 2016 a bude nás viesť i v nasledujúcom roku.

Frankfurt nad Mohanom apríl 2017

Mario Draghi  
prezident

# Hospodárstvo eurozóny, menová politika ECB a európsky finančný sektor v roku 2016

## 1 Hospodárstvo eurozóny

### 1.1 Globálne makroekonomické prostredie

Hospodárstvo eurozóny bolo v roku 2016 vystavené náročnému externému prostrediu. Rast vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách bol z hľadiska historických hodnôt nízky a vyznačoval sa epizódami zvýšenej neistoty a krátkodobých vrcholov volatility finančných trhov, najmä v nadväznosti na výsledok júnového referenda o členstve Spojeného kráľovstva v EÚ a novembrových prezidentských volieb v USA. Globálna inflácia bola utlmená v dôsledku postupného oslabovania vplyvu nedávneho poklesu cien ropy a stále značných nevyužitých celosvetových kapacít.

#### Globálny hospodársky rast zostal nevýrazný

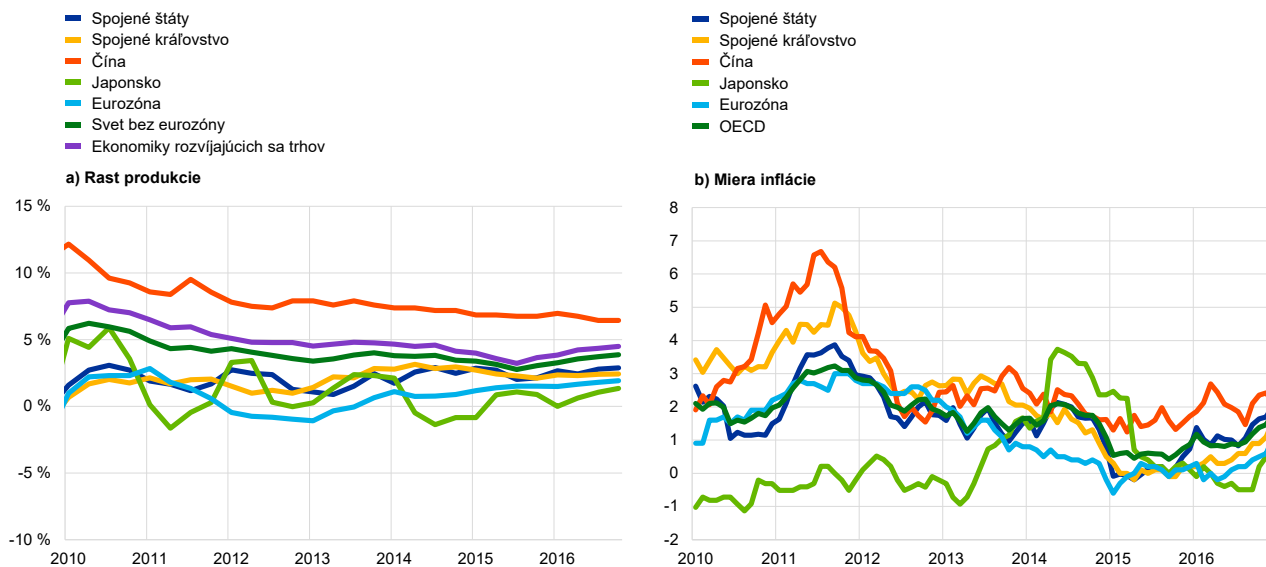
Svetové hospodárstvo sa v roku 2016 naďalej postupne oživovalo, aj keď v dôsledku spomalenia vo vyspelých ekonomikách mierne pomalším tempom než v predchádzajúcom roku. Hospodárska aktivita nabrala na dynamike iba v druhej polovici roka, najmä v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. Rast globálneho HDP zostal celkovo pod svojou predkrízovou úrovňou (graf 1).

Rok 2016 bol poznačený významnými politickými udalosťami, ktoré ovplyvnili globálne hospodárske vyhliadky. Výsledok referenda v Spojenom kráľovstve v júni 2016 spôsobil neistotu v súvislosti s hospodárskym výhľadom Spojeného kráľovstva, ukázalo sa však, že jeho bezprostredný finančný a hospodársky dosah je len krátkodobý a mierny. Výsledok prezidentských volieb v USA v druhej polovici roka priniesol posun v očakávaniach budúcich politík nastupujúcej americkej administratívy, čo viedlo k ďalšej vlne zvýšenej politickej neistoty.

## Graf 1

### Hlavné ukazovatele vývoja vo vybraných ekonomikách

(ročná percentuálna zmena; štvrťročné údaje; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat a národné údaje.

Poznámka: Údaje o HDP sú očistené od sezónnych vplyvov. HICP v prípade eurozóny a Spojeného kráľovstva; CPI v prípade Spojených štátov, Číny a Japonska.

Vo vyspelých ekonomikách pokračoval rast, aj keď jeho tempo bolo pomalšie než v predchádzajúcom roku. Pretrvávajúce dobré podmienky financovania a zlepšujúca sa situácia na trhoch práce priali hospodárskej aktivite. Rast v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách bol v tomto roku ako celku tiež mierny, s výrazne zlepšujúcimi sa vyhlídkami v druhej polovici roka. Mimoriadny vplyv mali dva faktory: pokračujúce postupné spomalenie čínskej ekonomiky a pozvoľné uvoľnenie z hlbkej recesie v ekonomikách veľkých vývozcov komodít. Z toho vyplýva, že pre geopolitické napätie, nadmerné dlhové financovanie, náchylnosť na zmeny kapitálových tokov a v prípade vývozcov komodít pre pomalé prispôbovanie sa nižším výnosom zostal rast obmedzený.

Rast svetového obchodu bol v roku 2016 nevýrazný, keď sa ročný objem svetového dovozu zvýšil len o 1,7 %, po raste na úrovni 2,1 % zaznamenanom v predchádzajúcom roku. Existujú dôkazy, že niektoré štrukturálne faktory, ktoré prispievali k rastu obchodu v minulosti, napríklad pokles nákladov na dopravu, liberalizácia obchodu, expandujúce globálne hodnotové reťazce a zlepšujúci sa finančný sektor, nebudú obchod podporovať rovnakou mierou aj v strednodobom horizonte. Preto nie je veľmi pravdepodobné, že by svetový obchod rástol v dohľadnej budúcnosti rýchlejšie než globálna hospodárska aktivita.

Globálne podmienky financovania zostali priaznivé po celý rok. Centrálné banky v najväčších vyspelých ekonomikách si udržiavali akomodatívne nastavenie menovej politiky a Bank of England, Bank of Japan a ECB pokračovali v uplatňovaní expanzívnej menovej politiky. Federálny rezervný systém Spojených štátov pokračoval v normalizácii menovej politiky zvýšením cieľovej sadzby federálnych fondov v decembri 2016 o 25 bázických bodov. Finančné trhy ukázali celkovú odolnosť, napriek obdobiam zvýšenej neistoty, ktorú vyvolali politické udalosti.



Koncom roka sa výnosy dlhodobých amerických dlhopisov výrazne zvýšili. Stále nie je jasné, či tento nárast odráža očakávaná vyššieho rastu a vyššej inflácie alebo skôr prudký vzostup časových prémie dlhodobých amerických dlhopisov. Väčšina rozvíjajúcich sa trhov bola až do novembrových amerických volieb priaznivo ovplyvnená zlepšujúcimi sa externými podmienkami financovania. Potom sa však predchádzajúci nárast kapitálových tokov smerujúcich do rozvíjajúcich sa trhov ekonomík začal spomaľovať, zväčšili sa spready vládnych dlhopisov a tlak na domáce meny sa v mnohých krajinách zintenzívnil.

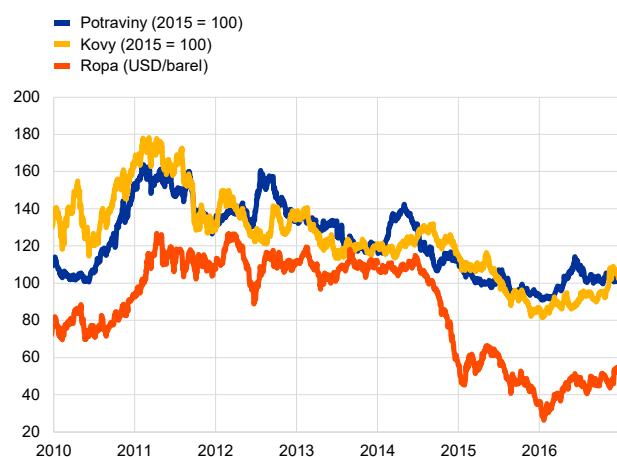
## Značné nevyužitú kapacity naďalej stláčali globálnu infláciu

Počas roka 2016 na globálnu infláciu naďalej vplývali nízke ceny ropy a stále značné nevyužitú kapacity (graf 2). Ročná miera celkovej inflácie v krajinách OECD sa počas roka postupne zvyšovala, pričom jej celoročná úroveň dosiahla 1,1 % v porovnaní s 0,6 % v roku 2015. Ročná miera jadrovej inflácie OECD (bez cien potravín a energií) mierne stúpila na 1,8 % (graf 1).

### Graf 2

#### Ceny komodít

(denné údaje)



Zdroj: Bloomberg a Hamburg Institute of International Economics.

Ceny ropy sa zotavili z najnižšej hodnoty 33 USD za barel zaznamenananej koncom januára 2016 a ku koncu decembra dosiahli 55 USD za barel. Obmedzenie investícií amerických ropných spoločností a náhly nárast počtu prerušení globálnych dodávok ropy v prvej polovici roka mali za následok nárast cien.<sup>1</sup> Koncom roka boli ceny ropy významne ovplyvnené stratégiou dodávok OPEC. V dôsledku rozhodnutia z 30. novembra presadiť v prvej polovici roka 2017 medzi členmi OPEC zníženie ťažby (o 1,2 milióna barelov denne) sa cena ropy Brent zvýšila. Pohyb ceny smerom hore podporila aj dohoda medzi členmi OPEC a niektorými nečlenmi OPEC z 10. decembra o ďalšom obmedzení ťažby ropy (o 0,6 milióna barelov denne).

Ceny neropných komodít zaznamenali v roku 2016 oživenie, z cenových ponúk však vyplynula opačná dynamika v odvetví potravín a kovov. Ceny

poľnohospodárskych komodít v prvom polroku vzrástli v dôsledku problémov súvisiacich s počasím a v priebehu leta poklesli pre nadmernú úrodu pšenice a obilí. Ceny kovov zostali v prvej časti roka na nízkych úrovniach, keď Čína oznámila zavedenie environmentálnej politiky obmedzujúcej spotrebu kovov. Keďže budúci výhľad dopytu sa v súvislosti s potenciálnou investíciou do novej infraštruktúry v Číne a Spojených štátoch zvýšil, ceny kovov zaznamenali čiastočné oživenie.

Pomalé uzatváranie produkčnej medzery vo vyspelých ekonomikách, pozvoľný pokles rozsiahlych nevyužitých kapacít v niektorých rozvíjajúcich sa trhovách

<sup>1</sup> Ďalšie informácie sú na internetovej stránke amerického Úradu pre energetické informácie (US Energy Information Administration).

ekonomikách spolu so slabnúcimi účinkami minulého poklesu cien ropy a ďalších komodít celkovo viedli v druhej polovici roka 2016 k určitým tlakom na zvýšenie globálnej inflácie.

## Vo významných ekonomikách pokračuje rast

**V Spojených štátoch amerických** sa hospodárska aktivita v roku 2016 spomalila. Po miernej expanzii v prvom polroku sa rast reálneho HDP v druhej polovici roka zrýchlil. K rastu prispeli najmä spotrebiteľské výdavky, rast zamestnanosti a priaznivý vývoj rozpočtov domácností. Nepriaznivý vplyv úpravy zásob a klesajúcich investícií do energetiky, ktorý potlačil rast v prvom polroku, sa ku koncu roka zmiernil, čo prispelo k intenzívnejšej aktivite. Rast HDP sa celkovo znížil z úrovne 2,6 % v roku 2015 na 1,6 % v roku 2016. Dynamika trhu práce zostala výrazná a miera nezamestnanosti zaznamenala ďalší pokles na 4,7 %, pričom ku koncu roka sa zrýchlil aj rast miezd. Inflácia zostala pod cieľovou úrovňou Federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC). Index ročnej miery inflácie spotrebiteľských cien dosiahol v roku 2016 2,1 % a index jadrovej inflácie spotrebiteľských cien (bez potravín a energií) sa zvýšil na 2,2 %.

Menová politika zostala aj v roku 2016 výrazne akomodačná. V decembri FOMC prijal opatrenie, ktoré finančné trhy dlhšie očakávali: zvýšil cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov o 25 bázických bodov na 0,5 – 0,75 %. Fiškálna pozícia bola vo fiškálnom roku 2016 mierne expanzívna, pričom fiškálny deficit sa mierne zvýšil na 3,2 % HDP v dôsledku zvýšených výdavkov spojených s nákladmi na zdravotnú starostlivosť a vyšších čistých úrokových platieb.

**Japonsko** zaznamenalo v roku 2016 silný rast, ktorému pomohli akomodačná menová a fiškálna politika, uvoľnené finančné podmienky a pokles voľných kapacít na trhu práce. V priemere sa rast reálneho HDP v roku 2016 mierne spomalil na 1 % z úrovne 1,2 % v predchádzajúcom roku. Nezamestnanosť klesla na 3,1 %, rast miezd však zostal tlmený. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien (CPI) bola v roku 2016 záporná. Dosiahla úroveň -0,1 %, čo bolo najmä odrazom klesajúcich globálnych cien komodít a silnejšieho jenu. Hlavný ukazovateľ jadrovej inflácie Bank of Japan – CPI bez cien čerstvých potravín a energií – v porovnaní s predchádzajúcim rokom čiastočne poklesol a v roku 2016 dosiahol 0,6 %. V septembri Bank of Japan zaviedla kvantitatívne a kvalitatívne menové uvoľňovanie s reguláciou výnosovej krivky. Takisto sa zaviazala rozšíriť menovú bázu, kým pozorovaná miera inflácie neprekročí cieľ cenovej stability a nezostane stabilným spôsobom nad touto úrovňou.

**V Spojenom kráľovstve** bola ekonomika silná, a to aj napriek neistote spojenej s výsledkom referenda o členstve krajiny v EÚ. Podľa predbežných odhadov sa reálny HDP v roku 2016 zvýšil o 2,0 %, najmä zásluhou vysokej súkromnej spotreby.<sup>2</sup> Na finančných trhoch bolo najpozoruhodnejšou reakciou na výsledok

<sup>2</sup> Pozri box s názvom [Economic developments in the aftermath of the UK referendum on EU membership](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

referenda prudké oslabenie britskej libry. Došlo k nárastu inflácie z veľmi nízkych úrovní. Menová politika zostala v roku 2016 akomodačná. Výbor pre menovú politiku Bank of England v auguste znížil hlavnú sadzbu menovej politiky o 25 bázických bodov na úroveň 0,25 %. Rozšíril aj svoj program nákupu aktív a zaviedol systém termínovaného financovania na podporu prenosu úrokových sadzieb do hospodárstva. V novembri vláda oznámila nový fiškálny mandát a ciele politické opatrenia, najmä v oblasti bývania a investícií do infraštruktúry, aby podporila ekonomiku v prechodnom období.

**V Číne** sa rast v roku 2016 stabilizoval v dôsledku silnej spotreby a infraštruktúrnych výdavkov. Ročná miera rastu HDP bola v roku 2016 na úrovni 6,7 %, v porovnaní so 6,9 % zaznamenanými v predchádzajúcom roku. Investície do výrobného sektora zostali nevýrazné, zato investície do nehnuteľností sa mierne zvýšili. Dopyt po dovoze sa zotavil zo svojho minima v roku 2015, zostal však slabší ako v minulosti. Relatívne nízky zahraničný dopyt nepriaznivo vplýval na vývoz, čo zas malo prostredníctvom spracovateľského sektora negatívny vplyv na dovoz. Ročná miera inflácie spotrebiteľských cien sa zvýšila na 2 %, zatiaľ čo ročná miera inflácie cien výrobcov, ktorá bola od marca 2012 v zápornom pásme, vzrástla na -1,4 %.

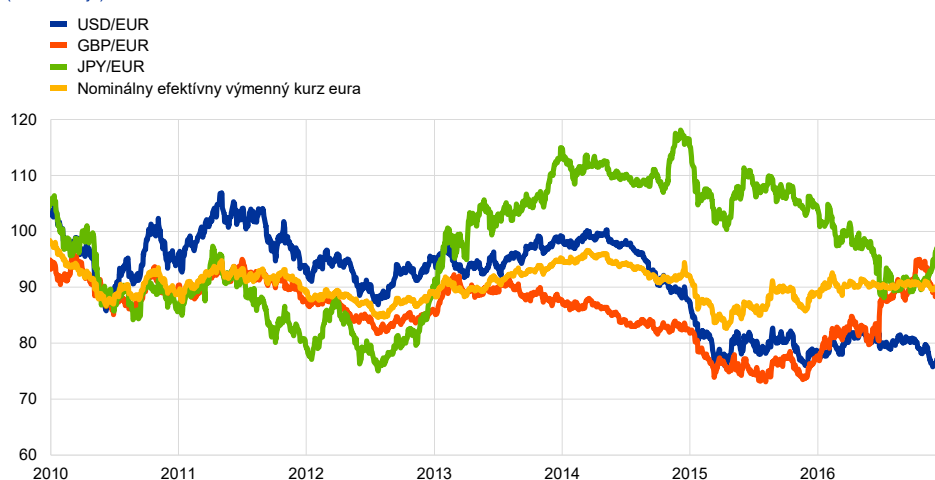
## Efektívny výmenný kurz eura zostal celkovo stabilný

V roku 2016 bol výmenný kurz eura v nominálnom efektívnom vyjadrení vo všeobecnosti stabilný (graf 3). V bilaterálnom vyjadrení však euro zaznamenalo pohyb voči niektorým ďalším hlavným menám. Voči americkému doláru bolo euro pozoruhodne stabilné po väčšinu roka 2016, keďže výnosy na oboch stranách Atlantiku zostali prevažne nezmenené, koncom roka však kleslo. Oslabenie eura voči japonskému jenu bolo čiastočne vykompenzované posilnením voči britskej libre.

### Graf 3

#### Výmenný kurz eura

(denné údaje)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Nominálny efektívny výmenný kurz voči menám 38 najdôležitejších obchodných partnerov.

Jedinou menou v európskom mechanizme výmenných kurzov ERM II je v súčasnosti dánska koruna. Obchodovalo sa s ňou blízko jej centrálnej parity v ERM II, zatiaľ čo Danmarks Nationalbank v januári 2016 zvýšila svoju sadzbu menovej politiky a, v čistom vyjadrení, v roku 2016 nakupovala cudzie meny za dánsku korunu. Česká národní banka pokračovala v nákupe devíz v súlade so svojím záväzkom intervenovať na devízovom trhu s cieľom nepovoliť zhodnotenie výmenného kurzu koruny voči euru nad určitú hranicu. Podobne aj Hrvatska narodna banka pokračovala v intervenciách na devízovom trhu v rámci svojho riadeného režimu pohyblivého výmenného kurzu. Bulharský lev zostal naviazaný na euro. Euro zostalo cellkovo stabilné voči švajčiarskemu franku, ako aj maďarskému forintu a rumunskému lei, pričom voči švédskej korune a v menšej miere aj voči poľskému zlotému sa posilnilo.

## 1.2 Finančný vývoj

Na vývoj na finančných trhoch eurozóny malo v roku 2016 naďalej veľký vplyv pokračovanie akomodačnej menovej politiky ECB. Jej príspevom sa výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne počas prvých troch štvrtrokov postupne znížili. V dôsledku globálnych faktorov sa však výnosy týchto štátnych dlhopisov ku koncu roka opäť čiastočne zvýšili a zmiernili pokles z prvej časti roka. Úrokové miery peňažného trhu a náklady na financovanie nefinančných korporácií z vonkajších zdrojov naďalej klesali, pričom dosiahli historické minimá. Nefinančné korporácie a domácnosti zaznamenali ďalšie zlepšovanie svojich finančných podmienok.

### Úrokové miery peňažného trhu eurozóny klesali

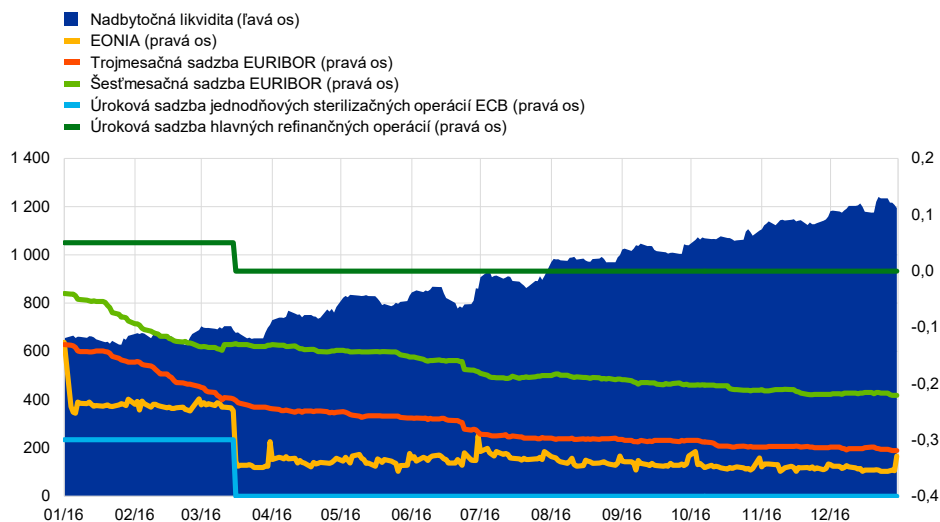
V roku 2016 úrokové miery peňažného trhu naďalej klesali, najmä z dôvodu ďalšieho uvoľňovania menovej politiky ECB.

Opatrenia na uvoľňovanie menovej politiky sú podrobnejšie vysvetlené v časti 2.1. Zníženie úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií sa rýchlo a úplne premietlo do sadzby EONIA, ktorá sa potom stabilizovala na úrovni okolo -35 bázických bodov (graf 4). V súlade s podobnými situáciami v minulosti sa sadzba EONIA koncom mesiaca vždy dočasne zvýšila, ale tieto zvýšenia boli menej výrazné ako začiatkom roka 2015, v čase pred prudkým rastom nadbytočnej likvidity po implementácii programu nákupu aktív (APP).

## Graf 4

### Úrokové miery peňažného trhu a nadbytočná likvidita

(v mld. €; v % p.a.; denné údaje)



Zdroj: ECB a Bloomberg.

Poznámka: Posledné údaje sú z 30. decembra 2016.

Trojmesačná i šesťmesačná sadzba EURIBOR klesali ďalej do záporných hodnôt. Tento pokles sadzieb EURIBOR nasledoval po ďalšom uvoľnení menovej politiky, pričom určitý ďalší tlak na znižovanie sadzieb pramenil z rastového trendu nadbytočnej likvidity. Nárast nadbytočnej likvidity o viac ako 500 mld. € v priebehu roka bol spôsobený najmä nákupmi v rámci programu nákupu aktív a v menšej miere aj novou sériou cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO-II). Nadbytočná likvidita dosiahla do konca roka 1 200 mld. € (graf 4).

Na trhu so zabezpečenými nástrojmi ďalej klesali aj úrokové sadzby dohôd o spätnom odkúpení (repo obchody) v dôsledku zníženia úrokových sadzieb ECB, vysokého objemu likvidity a orientácie na vysoko kvalitný kolaterál. Sadzby repo obchodov viazaných na kolaterály kótované v niektorých krajinách eurozóny sa pohybovali pod úrovňou úrokovvej sadzby jednodňových sterilizačných operácií takmer počas celého roka, čo je odrazom dopytu po vysoko likvidných kolateráloch.

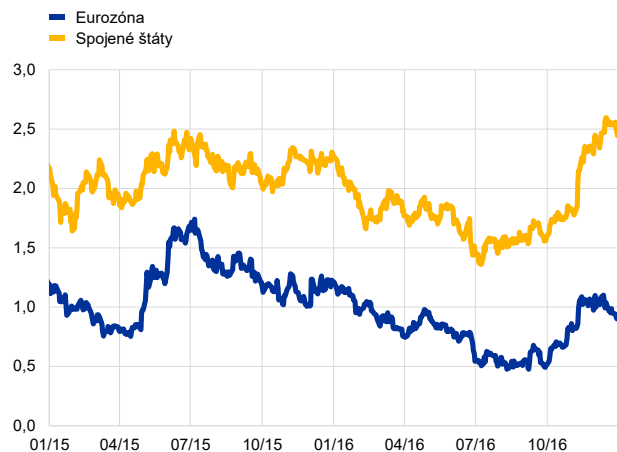
Forwardové úrokové sadzby na peňažnom trhu eurozóny dosiahli minimum po referende v Spojenom kráľovstve o ukončení členstva v EÚ, ktoré sa konalo koncom júna, v dôsledku zvýšenia očakávaní ďalšieho uvoľňovania menovej politiky ECB zo strany účastníkov trhu. Do konca roka sa však trend vývoja forwardových sadzieb zvrátil, po poklese trhových očakávaní ďalšieho znižovania sadzieb menovej politiky, a sklon krivky forwardových sadzieb EONIA sa zväčšil. Zväčšovanie sklonu krivky spolu s nárastom výnosov štátnych dlhopisov eurozóny odzrkadľoval vývoj svetových dlhodobějších výnosov, ktoré sa najvýraznejšie prejavovali v Spojených štátoch.

## Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny sa ku koncu roka zvýšili

**Graf 5**

### Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov

(v % p.a.; denné údaje)



Zdroj: Bloomberg, Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za eurozónu sa týkajú desaťročného priemeru výnosov štátnych dlhopisov váženého HDP. Posledné údaje sú z 30. decembra 2016.

Výnosy štátnych dlhopisov eurozóny boli v roku 2016 celkovo nižšie ako v roku 2015, čo je odrazom pokračujúceho tlaku z nákupov štátnych dlhopisov eurozóny Európskou centrálnou bankou a ďalších opatrení menovej politiky. Výnosy v eurozóne aj v Spojených štátoch sa výrazne menili v dôsledku globálneho vývoja (graf 5). Zvýšená neistota týkajúca sa vyhládok celosvetového rastu na začiatku roka mala za následok výrazný pokles bezrizikových úrokových sadzieb. Výsledok referenda v Spojenom kráľovstve ešte viac znížil výnosy. Následné optimistickejšie celosvetové vyhládky a výsledok prezidentských volieb v Spojených štátoch viedli k zvýšeniu výnosov tak v eurozóne, ako aj v Spojených štátoch. Priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov za eurozónu vážený HDP poklesol v roku 2016 o približne 30 bázických bodov, pričom na konci roka dosahoval 0,9 %. Vývoj spreadov štátnych dlhopisov krajín eurozóny bol relatívne tlmený, ale v jednotlivých krajinách sa do určitej miery rôznili.

## Ceny akcií v eurozóne zostali po dočasnom poklese prakticky nezmenené

**Graf 6**

### Indexy akciových trhov v eurozóne a Spojených štátoch

(index: (index: 1 január 2016 = 100; denné údaje)



Zdroj: Thomson Reuters.

Poznámka: Za eurozónu je uvedený index EURO STOXX; za Spojené štáty index S&P 500. Indexy sú normalizované na 100 k 1. januáru 2016. Posledné údaje sú z 30. decembra 2016.

Rok 2016 sa začal výrazným poklesom na svetových akciových trhoch po tom, ako vývoj v Číne vyvolal obavy týkajúce sa celosvetového rastu (graf 6). Po ustúpení týchto obáv sa akciové trhy okolo apríla vrátili na úrovne, ktoré sa zaznamenali na začiatku roka. Podobný vývoj sa zaznamenal v období okolo referenda v Spojenom kráľovstve, keď sa prudký pokles, ktorý sa zaznamenal v dňoch po referende, v nasledujúcich mesiacoch zvrátil. V druhom polroku sa ceny na akciových trhoch eurozóny zvýšili z dôvodu zlepšenia hospodárskeho výhľadu. Napriek relatívne veľkým pohybom počas roka zostali akciové trhy eurozóny vo všeobecnosti nezmenené, pričom široký index EURO STOXX sa zvýšil o približne 1 %. Za týmto malým zvýšením celkového indexu sa skrýval pokles cien akcií bánk, ktoré boli negatívne ovplyvnené okrem iného i vysokým objemom nesplácaných bankových úverov a pretrvávajúcou nízkou ziskovosťou bánk.

Akcie v Spojených štátoch sa počas roka vyvíjali podobne, ale ich výkonnosť bola celkovo vyššia. V roku

2016 zaznamenali nárast takmer o 10 %. V decembri 2016 dosiahli hlavné akciové indexy v Spojených štátoch nové historické maximum.

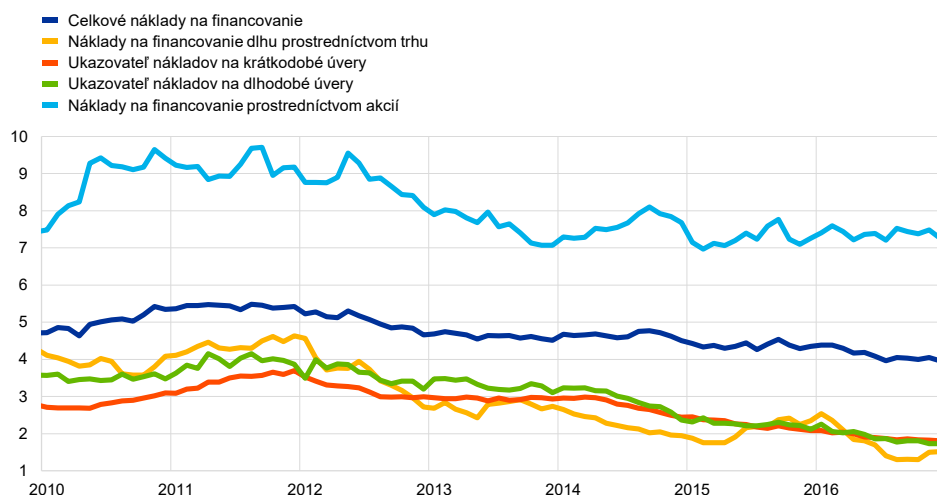
## Nefinančné korporácie profitovali z nižších nákladov na externé financovanie

Opatrenia menovej politiky prijaté v roku 2016 sa preniesli do celkových nominálnych nákladov externého financovania nefinančných korporácií, ktoré v lete 2016 dosiahli historické minimum (graf 7). Ďalšiemu znižovaniu nákladov na bankové úvery pre nefinančné korporácie pomohli najmä záporné úrokové sadzby jednoduchých sterilizačných operácií a nové operácie v rámci TLTRO-II, ktoré boli oznámené v marci. Zavedenie nákupov dlhopisov denominovaných v eurách s ratingom investičného stupňa vydaných nebankovými korporáciami so sídlom v eurozóne spolu s ďalšími prvkami programu nákupu aktív stlačili náklady na financovanie dlhu prostredníctvom trhu na úrovne výrazne nižšie ako v predchádzajúcom roku, a tiež pod úrokové sadzby bankových úverov. Rizikové prémie akcií však zostali zvýšené, pričom náklady na financovanie prostredníctvom akcií poklesli v roku 2016 len nepatrne. Vysoká miera akomodácie menovej politiky prispela k znižovaniu nákladov na externé financovanie, ako aj veľkých rozdielov medzi jednotlivými krajinami eurozóny a medzi firmami rôznych veľkostí.

### Graf 7

#### Celkové nominálne náklady externého financovania nefinančných korporácií v eurozóne

(v % p.a.; trojmesačný kľzavý priemer)



Zdroj: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných korporácií sa vypočítajú ako priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na financovanie prostredníctvom dlhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií vážených príslušnými nesplatenými objemami podľa účtov eurozóny. Náklady na financovanie prostredníctvom akcií sú merané pomocou trojstupňového modelu diskontovaných dividend s použitím informácií o indexe akciového trhu nefinančných korporácií spoločnosti Datastream. Posledné údaje sú z decembra 2016.

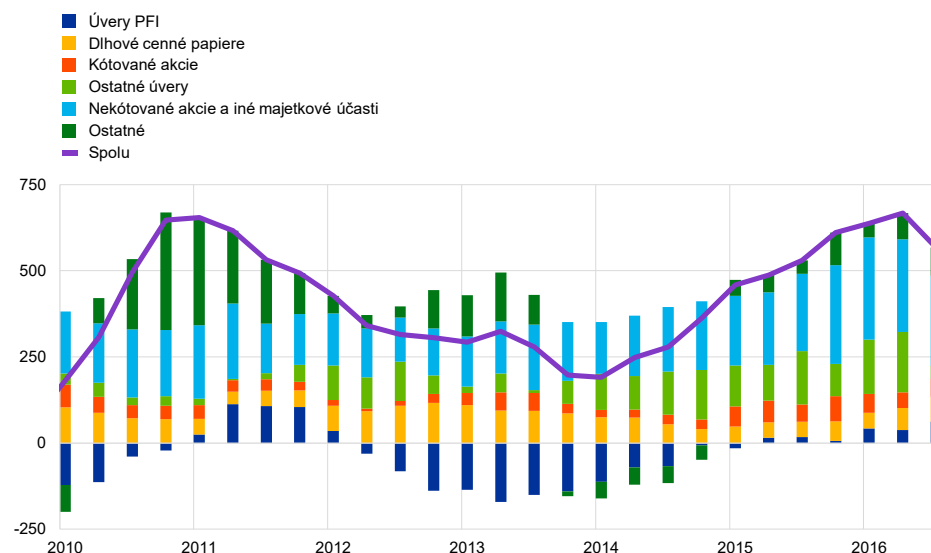
## Toky externého financovania sa v roku 2016 stabilizovali

Počas prvých troch štvrtrokov 2016 sa toky externého financovania nefinančných korporácií stabilizovali na úrovni blízkej priemernej úrovni v roku 2015 (graf 8). V dlhodobejšej perspektíve k zotaveniu tokov externého financovania nefinančných korporácií z miním, ktoré sa zaznamenali v prvom štvrtroku 2014, naďalej prispieva: i) ďalší pokles nákladov na financovanie; ii) uvoľňovanie obmedzení dostupnosti úverov; iii) pokračujúci rast hospodárskej aktivity a iv) výraznejšia aktivita v oblasti fúzií a akvizícií. K vytváraniu priaznivých podmienok prístupu nefinančných korporácií k financovaniu prostredníctvom trhu prispelo aj akomodačné nastavenie menovej politiky ECB. K vydávaniu dlhových cenných papierov v tomto roku prispelo najmä predĺženie programu nákupu aktív v júni 2016 tak, aby zahŕňal aj podnikové dlhopisy. Zlepšené podmienky poskytovania úverov<sup>3</sup> a nižšie úrokové sadzby viedli k miernemu zvýšeniu financovania nefinančných korporácií prostredníctvom bánk, zatiaľ čo úvery od nepeňažných finančných spoločností a od zvyšku sveta v priebehu roka výrazne poklesli. Nekótované akcie a ostatné majetkové účasti zostali naďalej najväčšou zložkou tokov externého financovania nefinančných korporácií, k čomu prispeli vysoké nerozdelené zisky. Vydávanie kótovaných akcií bolo obmedzené relatívne vysokými nákladmi na financovanie prostredníctvom akcií. Navyše, celkové zlepšenie prístupu nefinančných korporácií k externému financovaniu tlmilo rast obchodných úverov a medzipodnikových úverov.

### Graf 8

#### Čisté toky externého financovania nefinančných korporácií v eurozóne

(ročný tok, v mld. €)



Zdroj: Eurostat a ECB.

Poznámka: „Ostatné úvery“ zahŕňajú úvery od nepeňažných finančných inštitúcií (ostatní finanční sprostredkovatelia, poisťovacie korporácie a penzijné fondy) a od zvyšku sveta. Úvery PFI a úvery nepeňažných finančných inštitúcií sú upravené o predaj úverov a sekuritizáciu. „Ostatné“ je rozdiel medzi zdrojmi spolu a nástrojmi uvedenými v grafe; zahŕňa aj medzipodnikové úvery a obchodné úvery. Posledné údaje sú z tretieho štvrtroka 2016.

<sup>3</sup> Viac informácií k uvoľneniu podmienok poskytovania bankových úverov je v časti 1.5 kapitoly 1, v ktorej sa rozoberajú posledné výsledky prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne.



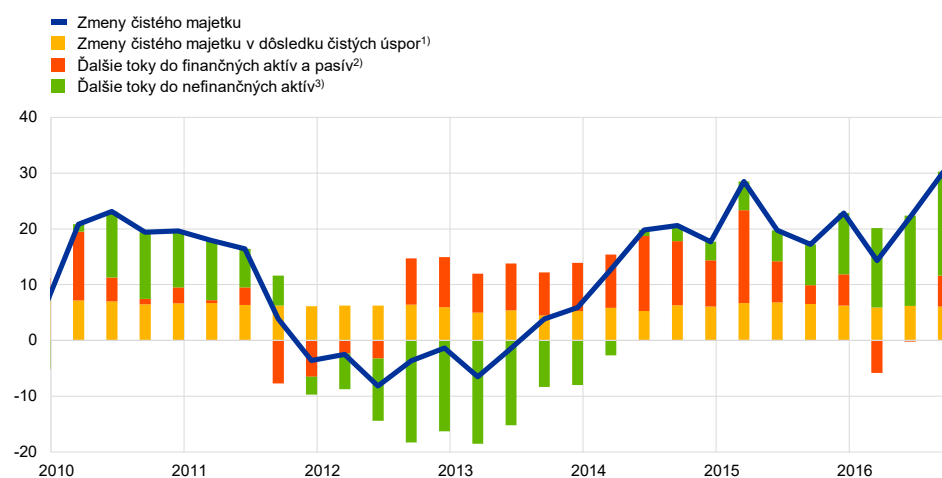
## Rast čistého majetku domácností sa zrýchlil

V prvých troch štvrťrokoch 2016 rástol čistý majetok domácností naďalej zvýšeným tempom (graf 9). Najmä pokračujúci rast cien nehnuteľností na bývanie mal za následok výrazné zvýšenie hodnoty majetku domácností v nehnuteľnostiach. Nárast cien akcií v roku 2016 viedol k zvýšeniu hodnoty finančných aktív v držbe domácností a vykázal kladný príspevok k rastu čistého majetku.

### Graf 9

#### Zmena čistého majetku domácností

(ročný tok; v % hrubého disponibilného príjmu)



Zdroje: Eurostat a ECB

Poznámky: Údaje o nefinančných aktívach sú odhadmi ECB. Posledné údaje sú z tretieho štvrťroka 2016.

1) Táto položka zahŕňa čisté úspory, čisté prijaté kapitálové transfery a rozdiel medzi nefinančnými a finančnými účtami.

2) Hlavné zisky a straty z akcií a ostatných majetkových účastí.

3) Hlavné zisky a straty z držby nehnuteľností (vrátane pôdy).

Náklady na úvery domácnostiam v eurozóne dosiahli minimum, ale naďalej sa líšili v rámci jednotlivých krajín a úverov s rôznymi splatnosťami, pričom náklady na dlhodobé úvery poklesli viac ako náklady na krátkodobé úvery. Oživovanie čerpania bankových úverov domácnosťami pokračovalo aj v roku 2016.

### Box 1

#### Vplyv nízkych úrokových sadzieb na banky a finančnú stabilitu

Nízke úrokové sadzby, ktoré sa zaznamenali počas roka 2016, boli výsledkom globálnych faktorov i faktorov špecifických pre eurozónu. Niektoré z týchto faktorov mali dlhodobý charakter a súviseli so štrukturálnymi zmenami, ako sú pokračujúce demografické trendy a nižší rast produktivity, zatiaľ čo iné súviseli s ústupom od dlhového financovania po finančnej kríze a s prebytkom plánovaných úspor nad plánovanými investíciami a výdavkami na spotrebu. Jedným z faktorov v tomto prostredí bolo akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, ktorej hlavným cieľom je zabezpečenie cenovej stability. Podporovaním nominálneho rastu eurozóny sa menová politika ECB snaží o dosiahnutie tohto cieľa, čo by malo v konečnom dôsledku, keď dôjde k oživeniu, viesť k rastu úrokových sadzieb.

Z prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne vyplýva, že k priaznivejším podmienkam poskytovania úverov v roku 2016 prispel program nákupu aktív ECB, cielené dlhodobějšíe

refinančné operácie (TLTRO) a záporná úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií, čo viedlo k nárastu poskytovaných úverov.<sup>4</sup> Popri týchto pozitívnych prvkoch aj prostredie nízkych úrokových sadzieb vyvíjalo tlak na finančné inštitúcie.<sup>5</sup> ECB spolu s Európskym výborom pre systémové riziká identifikovali riziká pre banky, poisťovne a penzijné fondy, ktoré súvisia s udržateľnosťou ich obchodných modelov a mierou podstupovania rizík. Niektoré z týchto rizík môže byť potrebné obmedziť pomocou osobitných makro- a mikroprudenciálnych opatrení.<sup>6</sup>

Dlhodobo nízke úrokové sadzby, najmä ak sú sprevádzané slabým hospodárskym rastom, môžu vytvárať tlak na ziskovosť a solventnosť inštitúcií, ktoré v dlhodobom horizonte ponúkajú garantované výnosy. Mimo bankového systému by nízke úrokové sadzby mohli mať za následok, že by sa tradičné produkty poisťovní s garantovaným výnosom stali neudržateľnými. Zisťuje sa, že sektory poisťovníctva a penzijných fondov už prechádzajú od modelov s garantovaným výnosom k obchodným modelom podielového životného poistenia s cieľom znížiť dlhodobo garantované záväzky. V dôsledku toho finančný sektor obmedzuje poskytovanie dlhodobějších zaručených výnosov. Navyše prostredie nízkych úrokových sadzieb môže prispievať aj k znižovaniu čistých úrokových výnosov bánk (najmä stláčaním čistých úrokových marží, keďže sadzby z vkladov môžu byť obmedzené dolnou hranicou úročenia) a viesť k poklesu ziskovosti. Zatiaľ čo čisté úrokové výnosy sú dominantným zdrojom väčšiny bánk, na ziskovosť bánk majú vplyv aj ďalšie faktory, ako sú príjmy z bankových poplatkov a provízií alebo relatívna efektívnosť nákladov jednotlivých bánk.

Finančné inštitúcie v snahe obnoviť ziskové marže využívali alternatívne zdroje príjmov a postupne upravovali svoje obchodné modely. Príjmy z poplatkov a provízií ako podiel na celkových príjmoch sú nižšie v bankách, ktoré sa špecializujú na poskytovanie úverov, a vyššie v bankách, ktoré ponúkajú správcovské služby.<sup>7</sup> Zisťuje sa, že niektoré banky zintenzívnili svoje aktivity prinášajúce príjmy z poplatkov a provízií. V uplynulých rokoch boli dôležitým zdrojom príjmov pre veriteľov poplatky z predčasne splácaných hypotekárnych úverov a z novo dojednaných podmienok ich splácania. Dlžníci využili postupné znižovanie dlhodobých úrokových sadzieb, a to najmä v tých krajinách, kde prevládajú hypotéky s pevnou úrokovou sadzbou. Príjmy z poplatkov za predčasné splatenie a za zmenu podmienok úveru pravdepodobne zohrajú v budúcnosti menšiu úlohu, keďže takéto poplatky sa platia len raz, pri zmene podmienok. Banky budú teda pre zachovanie svojej ziskovosti musieť ďalej prispôbovať svoje obchodné modely a účelne vynakladať prostriedky. V skutočnosti banky zvažovali aj úsporné opatrenia, ako sú reštrukturalizácia, znižovanie počtu zamestnancov, zatváranie pobočiek a digitalizácia procesov, ale pokiaľ ide o pokrok dosiahnutý v oblasti zvyšovania efektívnosti nákladov, medzi jednotlivými krajinami a inštitúciami stále pretrvávajú rozdiely.<sup>8</sup>

Klesajúce úrokové výnosy v prostredí nízkych úrokových sadzieb a nevýrazné zlepšenie výnosovosti zvyšujú možnosť, že finančné inštitúcie budú vo väčšej miere vstupovať do rizík, najmä v prípade inštitúcií, v ktorých čisté úrokové výnosy tvorili v minulosti prevažnú časť príjmov. Investovanie do rizikovejších tried aktív alebo do aktív s dlhšími splatnosťami môže byť spojené

<sup>4</sup> [The euro area bank lending survey](#), ECB, October 2016.

<sup>5</sup> Zistilo sa, že neštandardné opatrenia menovej politiky mali na ziskovosť bánk len obmedzený vplyv; [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016, Box 4.

<sup>6</sup> [Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system](#), European Systemic Risk Board, November 2016.

<sup>7</sup> Kok, C., Mirza, H., Móré, C. a Pancaro, C., Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income, [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016, Special Feature C.

<sup>8</sup> [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016, Section 3.

s rizikom rozsiahlejšieho využívania nelikvidných finančných nástrojov, čo finančné inštitúcie vystavuje väčším rizikám z precenenia a zvyšuje riziko nákazy.

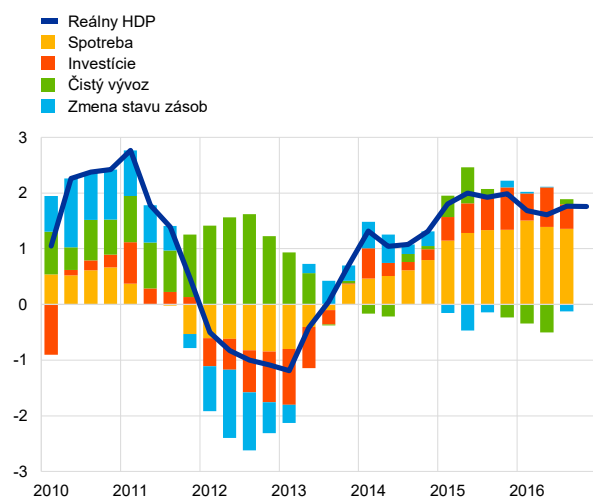
ECB ako orgán dohľadu nad bankami a makroprudenciálny orgán, ktorého mandátom je zabezpečovať finančnú stabilitu v krajinách patriacich do európskeho bankového dohľadu, pozorne sleduje prispôsobovanie obchodných modelov finančnými inštitúciami. V tejto súvislosti môže ECB prijať opatrenia v oblasti dohľadu a implementovať makroprudenciálne politiky pre bankový sektor na zabezpečenie finančnej stability, ktorá je nevyhnutnou podmienkou stabilného hospodárskeho oživenia neohrozovaného systémovými rizikami.

### 1.3 Celkové oživenie

#### Graf 10

#### Reálny HDP eurozóny

(medziročná percentuálna zmena; medziročné príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Ročná miera rastu HDP v poslednom štvrtroku 2016 vychádza z predbežného rýchleho odhadu.

Hospodárske oživenie v eurozóne poháňané domácim dopytom, ktoré sa začalo na začiatku roka 2013, pokračovalo aj v roku 2016. Pokiaľ ide o faktory ovplyvňujúce hospodársku aktivitu, aktuálne tempo rastu sa zdá byť odolnejšie (viac v boxe 2). Hospodársku aktivitu v eurozóne utlmoval stále pomalý rast zahraničného dopytu v prostredí zvýšenej globálnej neistoty. Nakoniec priemerná ročná miera rastu v roku 2016 dosiahla 1,7 % (graf 10). Je to len o niečo menej ako 2,0 % zaznamenaných v roku 2015, ktoré boli dôsledkom silného rastu HDP v Írsku. Súkromná spotreba sa zvyšovala podobným tempom ako v roku 2015, bola opäť poháňaná rastúcim disponibilným príjmom, pričom investície rástli napriek oživeniu v sektore stavebníctva o niečo pomalšie ako v predchádzajúcom roku. Spotreba verejnej správy v roku 2016 rástla silnejším tempom, čím pozitívne prispela k hospodárskemu rastu (časť 1.6 kapitoly 1). Hospodárske oživenie bolo zaznamenané v podstate vo všetkých krajinách eurozóny.

#### Hospodárstvo eurozóny aj naďalej rástlo

Značne akomodatívne nastavenie menovej politiky ECB sa aj naďalej prenášalo do reálneho hospodárstva a podporovalo domáci dopyt. Vyššia ziskovosť firiem spolu s veľmi priaznivými podmienkami financovania ďalej podporovali oživenie investícií. Oživenie podporoval aj trvalý rast zamestnanosti, ktorý ťaží z minulých štrukturálnych reforiem. Pretrvávajúca relatívne nízka úroveň cien ropy predstavovala v roku 2016 ďalší impulz na rast. Zadlženosť verejného a súkromného sektora, ktorá zostávala v niektorých krajinách na vysokej úrovni, spolu s potrebou oddlženia spôsobovali útlm domáceho dopytu. Hospodársky rast spomaľovala aj pomalá realizácia štrukturálnych reforiem.

Súkromná spotreba eurozóny sa v roku 2016 ďalej posilnila a dosiahla priemerné ročné tempo rastu na úrovni približne 2,0 %, podobne ako v predchádzajúcom roku. Hlavnými faktormi rastu súkromnej spotreby boli nízka cena ropy, najmä začiatkom roka, a zlepšenie na trhoch práce v eurozóne s následným zvýšením pracovných príjmov. K celkovému rastu nominálnych pracovných príjmov v roku 2016 však prispel predovšetkým nárast počtu pracovných miest, nie vyššie mzdy. Nízke úrokové sadzby aj naďalej podporovali súkromnú spotrebu, keďže požičať si bolo lacnejšie a výnosy zo sporenia boli nízke. A hoci čisté úrokové výnosy domácností v eurozóne mierne poklesli, nižšie úrokové miery hlavne prerozdeleni finančné zdroje od čistých sporiteľov k čistým dlžníkom, ktorí majú obyčajne väčšiu tendenciu k spotrebe než čistí sporitelia.<sup>9</sup>

Opatrenia menovej politiky zavedené ECB v posledných rokoch vrátane programu nákupu aktív podnikového sektora, ktorý bol oznámený v marci 2016, urýchlili dopyt, a tým podporili investície. Výsledkom bolo, že investície aj naďalej významne prispievali k rastu v roku 2016, tiež v dôsledku rastu ziskov podnikov, menej obmedzeného dopytu a lepšieho využívania kapacít. Okrem toho sa vďaka opatreniam menovej politiky posilnila aj podnikateľská dôvera, znížili sa čisté úrokové platby firiem a došlo k uvoľneniu finančných podmienok, a to aj pre malé a stredné podniky, čím sa ešte viac posilnili podnikateľské investície. Investície do dopravných prostriedkov prispeli k oživeniu predovšetkým podnikateľských investícií. Niektoré faktory však mohli nepriaznivo ovplyvniť investičné aktivity firiem, ako napríklad dlhotrvajúci pokles očakávaní dlhodobejšieho rastu eurozóny, prebiehajúce úpravy firemných súvah spojené s vysokým zadlžením firiem a slabším globálnym obchodom.

Zlepšili sa tiež stavebné investície, aj keď len z nízkych úrovní, spolu s oživením na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie v eurozóne. Trh s nehnuteľnosťami na bývanie odrážal vyšší dopyt, ktorý bol vďaka prijatým menovopolitickým opatreniam, ako aj fiškálnym stimulom v niektorých krajinách následne podporený rastom reálnych príjmov, priaznivými úrokovými sadzbami hypoték a úverovými podmienkami. Okrem toho výnosy z alternatívnych foriem investícií domácností zostali nízke, čím poskytli ďalšie stimuly na investície do bývania. Oživenie trhu s nehnuteľnosťami na bývanie prevládalo vo všetkých krajinách eurozóny.

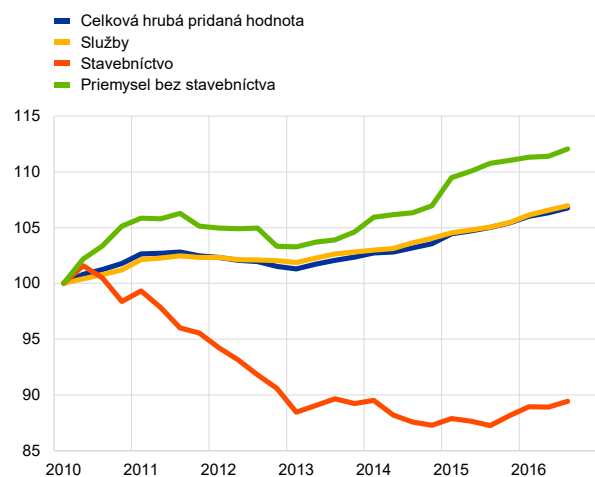
Dynamiku hospodárskeho rastu v roku 2016 spomaľoval aj stagnujúci vývoj vo vonkajšom prostredí, čo viac ako kompenzovalo vplyv oneskorených účinkov zo značného oslabenia eura v rokoch 2014 až 2015 (časť 1.1 kapitoly 1). Vývoz eurozóny do Spojených štátov, Ázie (s výnimkou Číny) a rozvíjajúcich sa trhových ekonomík zostal v roku 2016 utlmený. Obchodní partneri v Európe a Číne tejto situácii odolávali a vo zvýšenej miere prispeli k vývozu eurozóny. Obchod v rámci eurozóny sa v roku 2016 posilnil a odzrkadľoval základnú dynamiku domáceho dopytu.

<sup>9</sup> Jappelli, T. and Pistaferri, L., Fiscal policy and MPC heterogeneity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No 4, 2014, pp. 107-136.

## Graf 11

### Reálna pridaná hodnota v eurozóne v hrubom vyjadrení v členení podľa hospodárskej aktivity

(index: 1Q 2010 = 100)

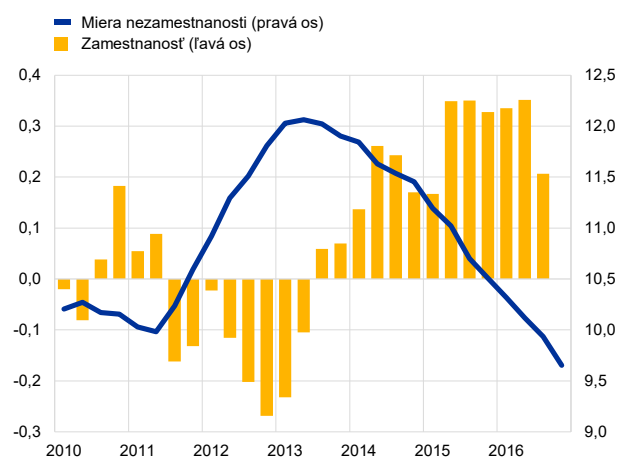


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

## Graf 12

### Ukazovatele trhu práce

(medzištvrtročná miera rastu, v % z pracovnej sily; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Eurostat.

V roku 2016 sa vo všetkých sektoroch zaznamenal nárast produkcie (graf 11). Celková hrubá pridaná hodnota, ktorá v druhom štvrtroku 2015 prekročila predkrízové maximum z prvého štvrtroka 2008, vzrástla v roku 2016 v priemere približne o 1,7 %. Rast pridanej hodnoty v priemysle (s výnimkou stavebníctva) sa v roku 2016 spomalil približne na 1,6 %, zatiaľ čo sektor služieb expandoval o 1,8 %, o niečo viac ako v roku 2015. Pridaná hodnota v sektore stavebníctva, hoci stále pod svojou predkrízovou úrovňou, získala na dynamike a vzrástla približne o 2,0 %, čo je najvyššia miera rastu zaznamenaná od roku 2006. To potvrdzuje, že vývoj v sektore stavebníctva je čoraz priaznivejší po zdĺhavom období poklesu alebo pomalého rastu, ktoré sa začalo v roku 2008.

## Zamestnanosť v eurozóne naďalej rástla

Trhy práce sa v roku 2016 ďalej zotavovali (graf 12). Do tretieho štvrtroka 2016 počet zamestnaných osôb v eurozóne prevyšoval o 1,2 % úroveň rovnakého obdobia roku 2015 alebo o viac ako 3 % posledné najnižšie hodnoty zaznamenané v druhom štvrtroku 2013. Zamestnanosť bola približne o 0,5 % pod svojou najvyššou hodnotou pred recesiou, dosiahnutou v prvom štvrtroku 2008. Pokiaľ ide o štruktúru podľa sektorov, zamestnanosť sa zvýšila hlavne v sektore služieb a v menšom rozsahu v priemysle bez stavebníctva, pričom zamestnanosť v sektore stavebníctva zostala celkovo stabilná.

V prvých troch štvrtrokoch 2016 celkový počet odpracovaných hodín rástol podobným tempom ako počet zamestnancov. Ročný rast produktivity na zamestnanca zostal nízky a v prvých troch štvrtrokoch 2016 dosahoval v priemere okolo 0,4 %, v porovnaní s ročným rastom 1,0 % v roku 2015 (ktorý však bol podporený revíziou HDP v Írsku).

Miera nezamestnanosti sa v roku 2016 opäť znižovala a v decembri dosahovala 9,6 %, čo bola najnižšia hodnota od polovice roka 2009. Pokles nezamestnanosti, ktorý sa začal v druhom polroku 2013, sa pozoroval tak v prípade mužov, ako aj v prípade žien, a vo všetkých vekových skupinách. Za celý rok 2016 dosahovala miera nezamestnanosti v priemere 10,0 % v porovnaní s priemernou mierou nezamestnanosti 10,9 % v roku 2015 a 11,6 % v roku 2014. Širšia miera nevyužitých kapacít na trhu práce však zostáva naďalej vysoká.

## Box 2

### Faktory podporujúce súčasné oživenie

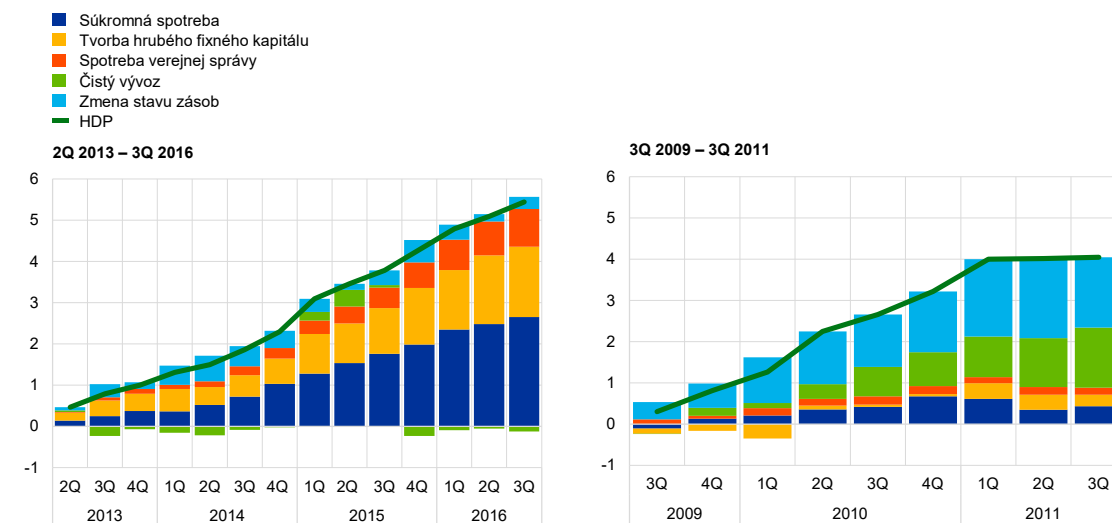
V roku 2016 pokračoval hospodársky rast eurozóny napriek vysokej celkovej neistote. Oživenie rastu HDP ovplyvňuje od druhého štvrtroka 2013 vo veľkej miere hlavne rast súkromnej spotreby. Výrazný nárast zamestnanosti umožnil stabilné zvyšovanie reálneho disponibilného príjmu, ktorý podporil mohutnú dynamiku spotreby aj prebiehajúce oddlžovanie domácností. Tieto faktory naznačujú určitú odolnosť dynamiky rastu. Na udržateľnosť oživenia poukazuje aj posilňovanie hybných síl hospodárskeho rastu eurozóny, podporované výrazne akomodačným nastavením menovej politiky ECB.

Takmer polovica kumulatívneho rastu HDP eurozóny od druhého štvrtroka 2013 sa vysvetľuje príspevkom spotreby (graf A, vľavo)<sup>10</sup>. Do istej miery sa to môže považovať za normálne, keďže spotreba tvorí najväčšiu zložku výdavkov (okolo 55 % HDP v eurozóne). Je to však v úplnom kontraste s oživením v rokoch 2009 – 2011, keď sa spotrebou vysvetľovalo len 11 % kumulatívneho rastu HDP (graf A, vpravo). Súčasnú oživenie oveľa menej závisí od čistého vývozu ako to predchádzajúce, zároveň je však pozvoľnejšie a trvalejšie.

### Graf A

#### Príspevky k HDP

(v kumulovaných percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Rozhodujúci faktor, ktorý ovplyvňuje udržateľnosť súčasného oživenia, súvisí so štruktúrou rastu hrubého disponibilného príjmu, ktorý sa v prípade súčasného cyklického rastu významne líši od rastu v období od tretieho štvrtroka 2009 do tretieho štvrtroka 2011 (graf B). V prípade súčasného oživenia rast disponibilného príjmu podporuje pomerne výrazná tvorba pracovných miest. Naopak pri predchádzajúcom oživení bol rast disponibilného príjmu podporovaný takmer úplne rastom miezd, pričom zamestnanosť v skutočnosti klesala. Hoci časť rastu nominálneho príjmu narúšala

<sup>10</sup> Záver o tom, že hybnou silou súčasného oživenia je hlavne spotreba, nezávisí od spôsobu, akým sa určuje úloha spotreby pri oživení. Pri jednom spôsobe tohto určovania sa využíva príspevok spotreby k celkovému rastu HDP, pri ďalšom sa porovnáva miera rastu spotreby s mierou rastu HDP. V tomto boxe sa používa prvý spôsob, aby analýza neskresľovala výraznejšia cyklickosť investícií (čiže väčší rast počas oživenia).

inflácia, bolo to v oveľa menšom rozsahu ako pri predchádzajúcom oživení, keďže ceny ropy klesajúce od druhého polroka 2014 poskytli domácnostiam neočakávaný zisk vyjadrený rastúcou reálnou kúpnu silou.

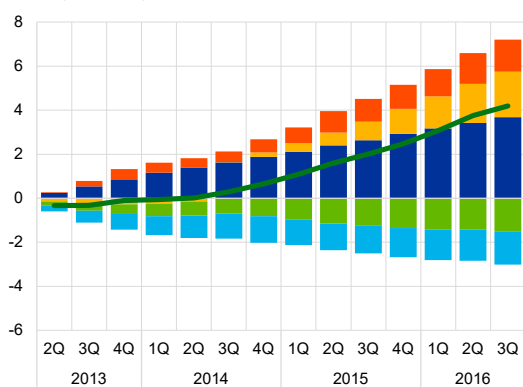
## Graf B

### Príspevky k reálnemu disponibilnému príjmu

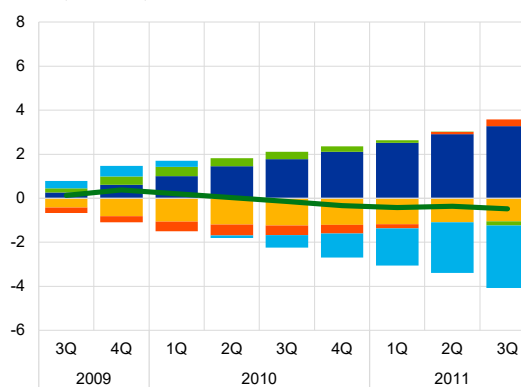
(v kumulovaných percentuálnych bodoch)

- Kompenzácie na zamestnanca
- Zamestnanci
- Ostatné príjmy
- Priame dane
- Deflátor súkromnej spotreby
- Reálny hrubý disponibilný príjem

2Q 2013 – 3Q 2016



3Q 2009 – 3Q 2011



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Ekonomická teória naznačuje, že spotreba domácností by mala výraznejšie reagovať na rast zamestnanosti ako na rast reálnej mzdy najmä preto, že rast zamestnanosti je trvalejší ako rast miezd.<sup>11</sup> Rast zamestnanosti dnes teda môže signalizovať väčší rast trvalého príjmu ako podobný rast miezd. Táto skutočnosť pomáha vysvetliť, prečo spotrebitelia reagujú viac na fluktuácie súčasného rastu zamestnanosti ako na fluktuácie súčasného rastu miezd.<sup>12</sup> Mikroekonomické ukazovatele naznačujú, že nezamestnaní alebo neaktívni ľudia majú väčší sklon k spotrebe ako tí, ktorí sú zamestnaní.<sup>13</sup> Keďže rast agregovaných pracovných príjmov sa v dôsledku fluktuácie zamestnanosti koncentruje zväčša medzi neaktívnymi a nezamestnanými, pomáha to tiež vysvetliť, prečo je súčasná reakcia spotreby na fluktuácie zamestnanosti celkovo výraznejšia ako reakcia na fluktuácie rastu miezd. Výraznejší príspevok zamestnanosti k reálnemu disponibilnému príjmu v prípade súčasného oživenia je teda v súlade s väčším rastom spotreby.

K mohutnému rastu spotreby počas súčasného oživenia prispeli aj nízke ceny energií. Celkový pokles cien ropy od druhého polroka 2014 poskytol domácnostiam neočakávaný zisk vyjadrený rastúcou reálnou kúpnu silou, ktorá zasa prispela k stabilnému rastu spotreby a miernemu zvýšeniu miery úspor domácností. Kladný vplyv nízkych cien ropy na rast spotreby však slabne,

<sup>11</sup> Zatiaľ čo štvrťročný rast zamestnanosti má výraznú kladnú autokoreláciu (čiže je trvalý), autokorelácia štvrťročného rastu miezd je veľmi nízka. Ročná miera rastu zamestnanosti je tiež mierne trvalejšia ako ročná miera rastu miezd.

<sup>12</sup> Campbell, J. and Deaton, A., Why is consumption so smooth?, *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pp. 357-373, 1989.

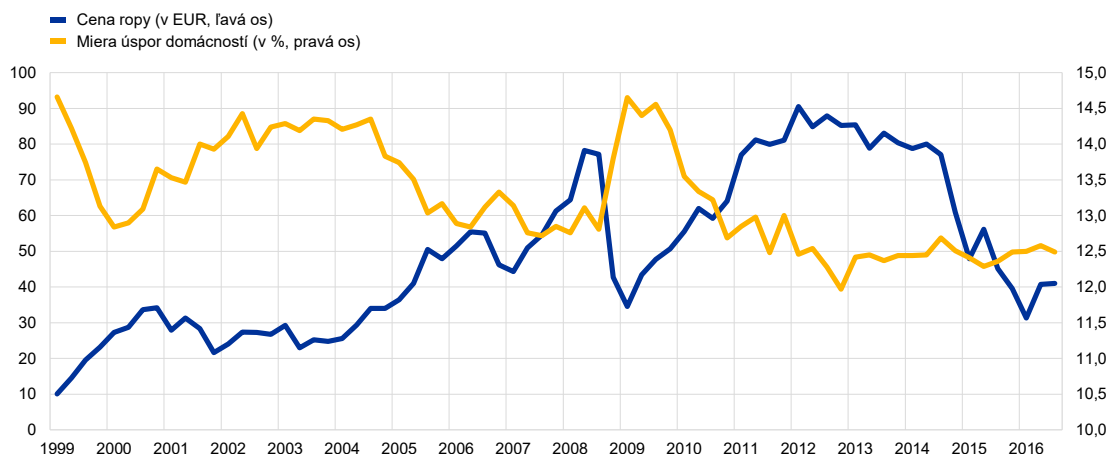
<sup>13</sup> Ďalšie informácie sú napríklad aj v prácach Japelli, T. and Pistaferri, L., Fiscal policy and MPC heterogeneity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No 4, 2014, pp. 107-136; Casado, J.M. and Cuenca, J.A., La recuperación del consumo en la UEM, *Boletín Económico*, Banco de España, November 2015; a vo *Výročnej správe za rok 2015*, Banco de España.

pretože väčšia časť neočakávaného zisku sa už v súčasnosti minula. Z historického hľadiska spotreba zvyčajne reaguje na zmeny cien ropy s oneskorením. V poslednom čase však spotreba reaguje na pokles cien ropy rýchlejšie ako v predchádzajúcich prípadoch, o čom svedčí pomerne tlmená reakcia miery úspor domácností na neočakávaný zisk (graf C).

### Graf C

#### Miera úspor a ceny ropy

(v EUR a v %)

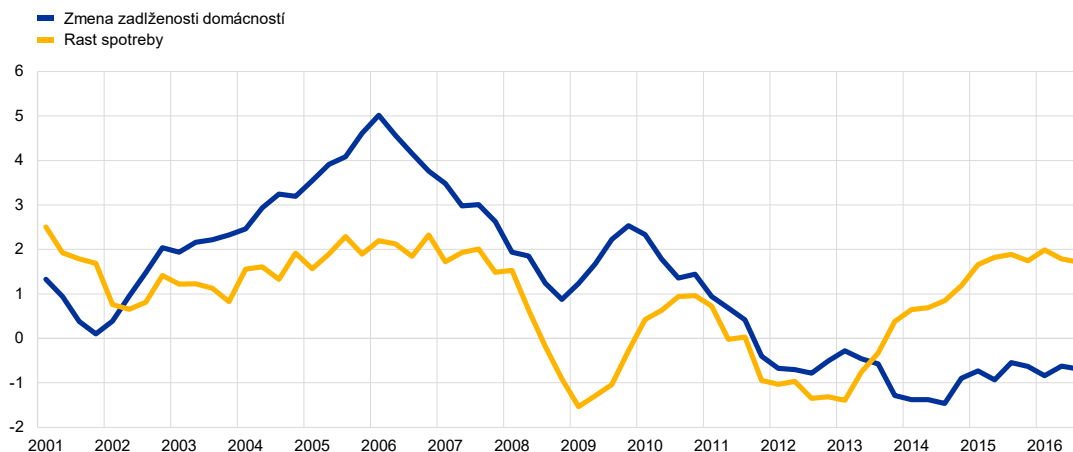


Zdroj: Bloomberg Finance L.P., Eurostat a výpočty ECB.

### Graf D

#### Zadlženosť a spotreba domácností

(v percentuálnych bodoch a v %; medziročná zmena na základe štvrťročných údajov)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Zadlženosť domácností sa definuje ako pomer úverov domácností k hrubému nominálnemu disponibilnému príjmu domácností.

Ďalší faktor, ktorý prispieva k udržateľnosti súčasného oživenia, súvisí so skutočnosťou, že súčasný rast hnaný spotrebou nie je podporovaný rastom zadlženosti domácností (ktorá sa definuje ako pomer úverov domácností k hrubému nominálnemu disponibilnému príjmu domácností). Na rozdiel od obdobia pred krízou je rast spotreby eurozóny spojený s postupným klesaním zadlženosti domácností (graf D). To zdôrazňuje udržateľnosť a odolnosť hospodárskeho oživenia podporovaného spotrebou.



Hospodárske oživenie je podporované hlavne spotrebou a vyznačuje sa aj tým, že sa stále rozširuje s postupným posilňovaním domácich investícií podporovaných výrazne akomodačným nastavením menovej politiky ECB. Dynamika tvorby hrubého fixného kapitálu prispela v období od druhého štvrťroka 2013 do tretieho štvrťroka 2016 takmer k tretine kumulatívneho rastu HDP.

V roku 2016 sa mierne spomalil rast vývozu v dôsledku pretrvávajúceho nízkeho zahraničného dopytu v prostredí rastúcej globálnej neistoty, pričom doznieval aj kladný účinok nedávneho oslabenia eura. V roku 2016 v súvislosti s celkovo stabilným efektívnym výmenným kurzom eura zanikol vplyv pomerne nízkych cien ropy a oslabenia eura, ktoré celkovo podporovali hospodársku aktivitu v období rokov 2014 a 2015. Vzhľadom na náznaky o niečo výraznejšieho globálneho oživenia sa napriek tomu v súlade s posilnením zahraničného dopytu očakáva vyššia dynamika vývozu mimo eurozóny, čo prispeje k rastu hospodárskej expanzie.

Udržateľnosť súčasného oživenia vychádza z rastu príjmov domácností, ktorý podporuje vyššia zamestnanosť, oddlžovanie v sektore domácností a posilňovanie hybných síl hospodárskeho rastu.

---

## 1.4 Vývoj cien a nákladov

Priebeh celkovej inflácie eurozóny, meranej harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), odrážal v roku 2016 najmä vplyv cien energií. Tento vplyv bol za nízkymi alebo dokonca zápornými mierami v prvých mesiacoch roku 2016, ale aj za následným stúpajúcim trendom, ktorý súvisí so slabnúcim záporným príspevkom energií. Základná inflácia meraná infláciou HICP bez energií a potravín nevykazovala žiadne náznaky rastového trendu a počas roka zotrvala na hodnotách medzi 0,7 % a 1,0 %.

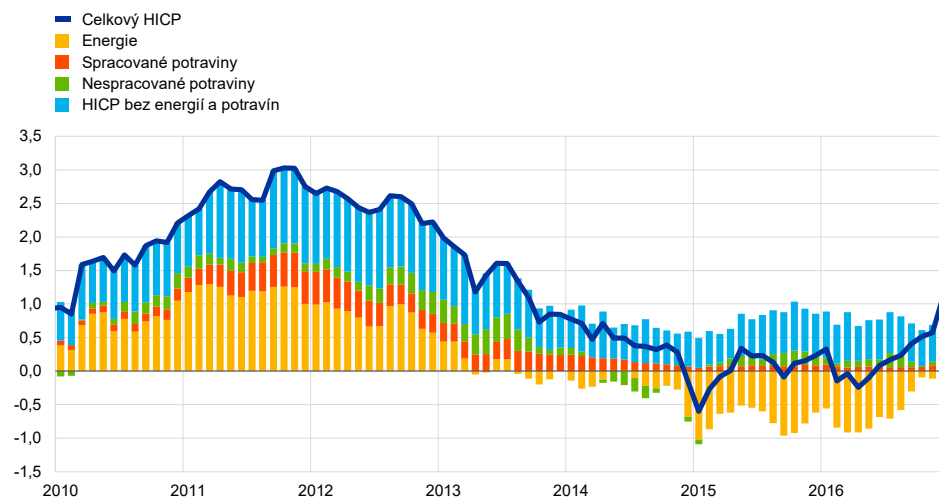
### K celkovej inflácii prispeli hlavne ceny energií

V roku 2016 stúpila celková inflácia HICP v eurozóne na priemernú hodnotu 0,2 %, v porovnaní s 0,0 % v roku 2015. Profil inflácie HICP určoval najmä vývoj cien energií (graf 13). Celková inflácia bola na jar záporná, potom sa však postupne zvyšovala. Do decembra stúpila v porovnaní s nízkymi hodnotami z apríla o viac ako 1,25 percentuálneho bodu.

### Graf 13

#### Inflácia HICP a príspevky jednotlivých zložiek

(ročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch)



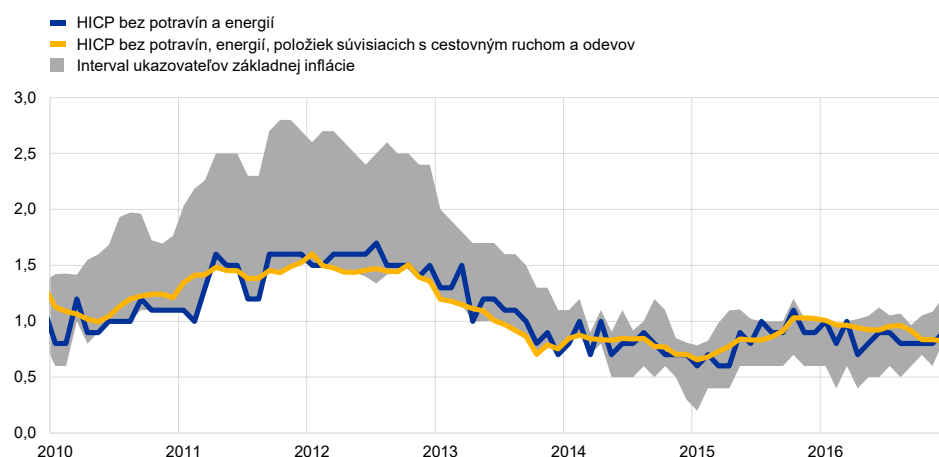
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Z ukazovateľov základnej inflácie však nevyplývajú žiadne zreteľné náznaky rastového trendu (graf 14). Inflácia HICP bez energií a potravín zotrvala po celý rok 2016 na hodnotách medzi 0,7 % a 1 %. Nedostatočná rastová dynamika základnej inflácie bola čiastočne spôsobená nepriamym tlmiacim efektom prudkých poklesov cien ropy a ďalších komodít v minulosti, ktorý sa prejavuje s istým oneskorením. Domáce nákladové tlaky prameniace najmä z rastu miezd zostali tiež nízke (viac v boxe 3).

### Graf 14

#### Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Súbor základných ukazovateľov zahŕňa: HICP bez energií; HICP bez nespracovaných potravín a energií; HICP bez potravín a energií; HICP bez potravín, energií, položiek súvisiacich s cestovným ruchom a odevov; upravený priemer (o 10 %); upravený priemer (o 30 %); medián HICP a ukazovateľ odvodený pomocou dynamického faktorového modelu. Posledné údaje sú z novembra 2016.

Pokiaľ ide o podrobnejší pohľad na hlavné zložky HICP, inflácia energií zaznamenala v roku 2016 v priemere záporný príspevok k celkovej inflácii na úrovni -0,5 percentuálneho bodu. Bolo to spôsobené najmä vývojom cien ropy v eurách, ktoré primárne ovplyvňujú spotrebiteľské ceny kvapalných palív. Prenášajú sa aj do spotrebiteľských cien plynu, ale tento prenos je menej priamy a slabší a má väčší časový odstup.<sup>14</sup>

Inflácia cien potravín sa po stúpajúcom trende v roku 2015, keď v poslednom štvrťroku 2015 dosiahla 1,4 %, vrátila v roku 2016 v priemere na 1,0 %. Tento pokles, ako aj fluktuácie počas roka sa pripisovali hlavne vývoju cien nespracovaných potravín, najmä cien ovocia a zeleniny, v ktorom sa odrážali hlavne prechodné účinky ich výrazného rastu vplyvom počasia v júli a auguste a ich následná prudká úprava smerom nadol v septembri a októbri. Inflácia cien spracovaných potravín bola naopak počas celého roka celkovo stabilná.

Ročná miera zmeny cien neenergetických priemyselných tovarov vzrástla v januári a februári na 0,7 %, potom však klesla a od augusta do decembra zostávala na úrovni 0,3 %. Tento pokles spôsobili ceny tovarov dlhodobej a strednodobej spotreby, čo sú dve dovozne najnáročnejšie zložky neenergetických priemyselných tovarov, ktoré teda pravdepodobne najviac ovplyvňuje posilňovanie nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura, ktoré sa začalo na jar 2015. Pri tovaroch krátkodobej spotreby pretrvávala celkovo stabilná inflácia.

V tomto ohľade zostali inflačné tlaky v roku 2016 nízke. Ročná miera zmeny dovozných cien v roku 2015 výrazne klesla a od začiatku roka 2016 mala zápornú hodnotu najmä v dôsledku priameho vplyvu zhodnotenia nominálneho efektívneho výmenného kurzu eura (graf 15). Pokiaľ ide o domáci vývoj, inflácia cien výrobcov v odvetviach nepotravinárskych spotrebných tovarov zotrvala počas celého roka na úrovniach okolo nuly. Vývoj cien výrobcov v odvetviach polotovarov poukazuje na značný vplyv cien nespracovanej ropy a iných komodít v počiatkových fázach cenového reťazca a na následný vplyv aj v jeho neskorších fázach (merané cenami spotrebných tovarov).

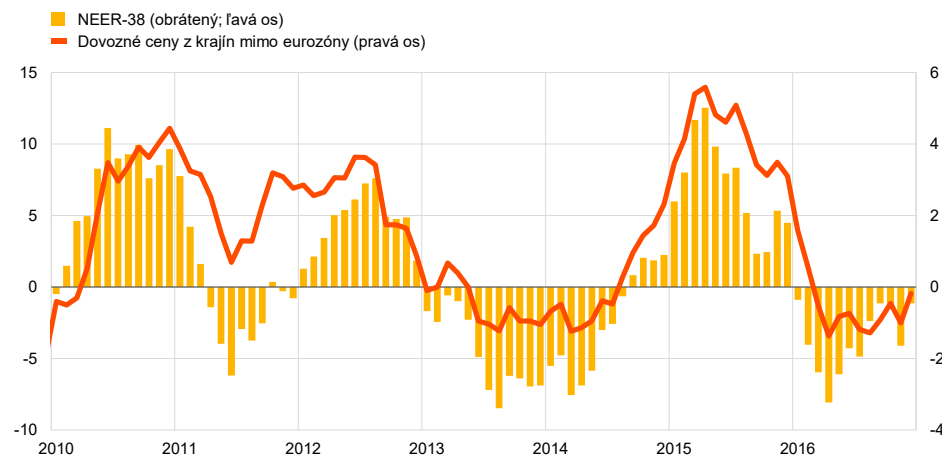
---

<sup>14</sup> Viac v boxe 6 [Ceny ropy a spotrebiteľské ceny energií v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB, 2016.

## Graf 15

### Dovozné ceny nepotravinových spotrebných tovarov a vývoj výmenného kurzu

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z novembra 2016 v prípade NEER-38 a z októbra 2016 pri dovozných cenách. Index NEER-38 vyjadruje nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 38 najvýznamnejších obchodných partnerov eurozóny.

Inflácia cien služieb sa po celý rok 2016 pohybovala výrazne pod svojim dlhodobým priemerom na úrovni okolo 1,1 %. Položky v zložke služieb v rámci HICP sa zvyčajne produkujú na domácom trhu, čo znamená, že ceny služieb by mali byť viac prepojené s vývojom domáceho dopytu a nákladov práce. V pomalom vývoji sa teda pravdepodobne odráža stále veľká miera nevyužitých kapacít na trhu tovarov a služieb a na trhu práce eurozóny.

## Domáce cenové tlaky boli naďalej tlmené

Domáce cenové tlaky vyplývajúce z nákladov práce boli v prvých troch štvrtrokoch 2016 naďalej tlmené.

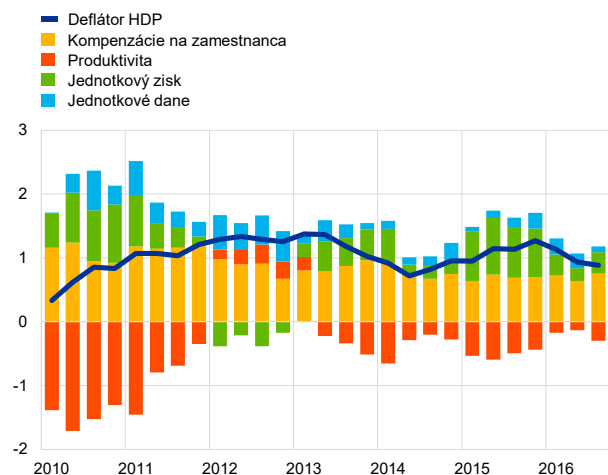
V prvých troch štvrtrokoch 2016 dosahoval rast kompenzácií na zamestnanca v priemere 1,3 % a rast jednotkových nákladov práce 0,9 % (graf 16). Mierne oživenie jednotkových nákladov práce v roku 2016 v porovnaní s rokom 2015 bolo spôsobené najmä nižším rastom produktivity práce, pričom rast kompenzácií na zamestnanca bol naďalej nízky. Tlmené tlaky na rast miezd možno vysvetliť stále veľkým prebytkom pracovnej sily, štrukturálnymi reformami trhu práce v posledných rokoch, ktoré vyústili do vyššej ochoty akceptovať nižšie mzdy v niektorých krajinách eurozóny, a nízkou infláciou.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Viac v boxe [Recent wage trends in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

## Graf 16

### Štruktúra deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Domáce cenové tlaky vyplývajúce z vývoja zisku (merané hrubým prevádzkovým prebytkom) sa v roku 2016 v porovnaní s rokom 2015 mierne znížili. Mohlo by to znamenať, že vplyv lepších obchodných podmienok súvisiacich s nízkymi cenami ropy (ktoré boli hlavným faktorom rastu zisku v roku 2015) na rast zisku postupne slabol, keďže ceny ropy sa zotavovali z nízkych úrovní zaznamenaných začiatkom roku 2016.<sup>16</sup> V dôsledku toho bol zisk na jednotku produkcie hlavnou hybnou silou mierneho zníženia ročnej miery zmeny deflátoru HDP v období od posledného štvrtroka 2015 do tretieho štvrtroka 2016.

### Dlhodobé inflačné očakávania sa stabilizovali

Dlhodobé inflačné očakávania odvodené z výsledkov prieskumov sa v roku 2016 stabilizovali. Zo všetkých

štyroch kôl prieskumu Survey of Professional Forecasters v roku 2016 vyplynuli inflačné očakávania o päť rokov na úrovni 1,8 %. Prieskum Consensus Economics z októbra 2016 predikuje dlhodobejšie inflačné očakávania na o niečo vyššej úrovni 1,9 %. Po dosiahnutí historicky najnižších hodnôt v júli sa inflačné očakávania implikované päťročnou sadzbou inflačných swapov o päť rokov oživilo. Trhové očakávania v oblasti dlhodobej inflácie zostali však po celý rok nižšie ako očakávania vyplývajúce z prieskumov.

## Box 3

### Trendy základnej inflácie: úloha dynamiky miezd

Základná inflácia nemala v roku 2016 presvedčivý vzostupný trend. V tomto boxe sa skúmajú niektoré faktory, ktoré pravdepodobne spomaľujú jej dynamiku, a najmä špecifická úloha miezd pri vysvetľovaní nízkych inflačných trendov.

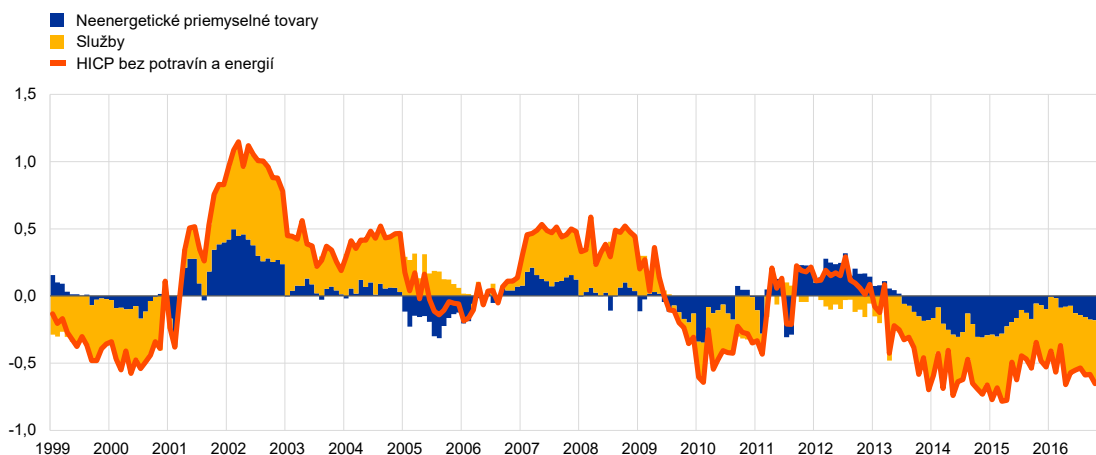
Inflácia HICP bez potravín a energií zostávala v roku 2016 na úrovni od 0,7 % do 1,0 %, výrazne pod svojím historickým priemerom (graf A). Bolo to hlavne v dôsledku pretrvávajúcej nízkej inflácie cien služieb, ale aj v dôsledku opätovného klesania inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov zaznamenaného po určitom oživení v roku 2015 a začiatkom roka 2016. Tento tlmený vývoj sa môže sčasti vysvetliť nepriamymi znižujúcimi účinkami nízkych cien ropy a ostatných komodít na ceny vstupov v produkcii špecifických služieb (napr. v doprave) a spotrebiteľských tovarov (napr. farmaceutických produktov). Globálne tlmená dynamika cien udržiavala nízke ceny priamo dovezených spotrebiteľských tovarov.

<sup>16</sup> Viac v boxe 5 Čo je príčinou nedávnej zmeny v jednotnom vývoji deflátoru HDP a indexu HICP bez energií a potravín v eurozóne? *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2016.

## Graf A

### Ochýlka inflácie HICP bez potravín a energií od dlhodobého priemeru a príspevky hlavných zložiek

(ročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Červená čiara vyjadruje 1,4-percentnú odchýlku ročnej miery rastu harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien bez potravín a energií oproti dlhodobému priemeru od roku 1999. Príspevky sú zobrazené ako odchýlky od ich dlhodobého priemeru.

Hlavné zdroje tlmenej základnej inflácie sú spojené s miernym vývojom domácich cien a nákladov. Mzdy tvoria veľký podiel nákladov na vstupy najmä v sektore služieb, ktorý je typicky náročnejší na pracovnú silu. Zmena rastu nominálnej mzdy však nemusí nutne vyvolávať tlak na firmy, aby zmenili ceny, napríklad ak bola táto zmena vyvolaná zmenou produktivity práce. Z toho vyplýva, že pri posudzovaní nákladových tlakov je často užitočné analyzovať zmeny jednotkových nákladov práce, ktoré sa vypočítavajú ako rozdiel medzi rastom nominálnej mzdy a mierou zmeny produktivity práce. Firmy sa v reakcii na zmenu jednotkových nákladov práce môžu rozhodnúť, že namiesto cien upravia svoje ziskové marže. Ak abstrahujeme od krátkodobých pohybov spôsobených zmenami produktivity, zdá sa, že dynamika jednotkových nákladov práce sa v nedávnej minulosti vyvíjala v súlade s dynamikou miezd.<sup>17</sup>

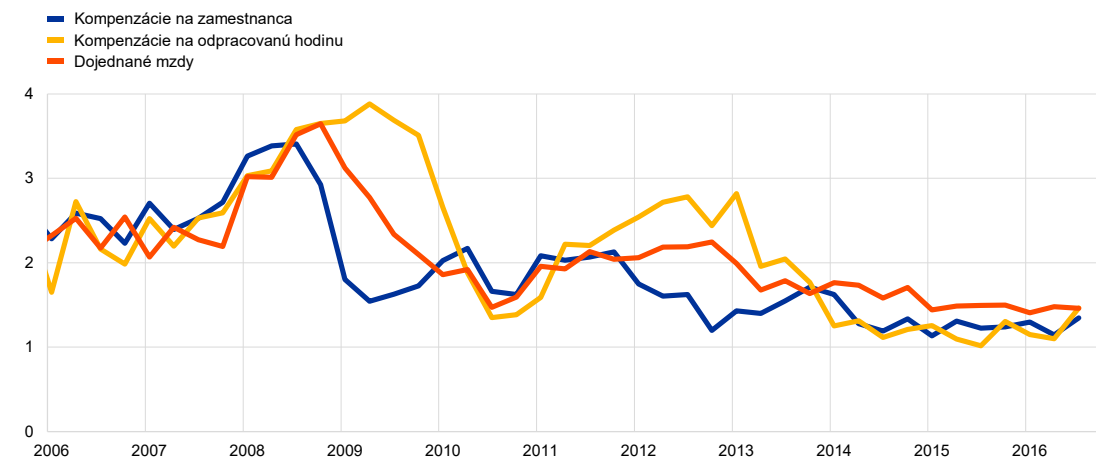
Rast miezd zostal v roku 2016 nízky vo všetkých ukazovateľoch. Konkrétne dojednaný rast miezd sa držal okolo historicky nízkych ročných mier, pričom rast kompenzácií na zamestnanca alebo na odpracovanú hodinu bol ešte nižší (graf B). Rozdiel medzi dohodnutým a skutočným rastom miezd znamená negatívny mzdový posun, ktorý sa môže považovať za ukazovateľ tlaku na znižovanie miezd. Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, rast miezd sa značne spomalil v sektore trhových služieb aj v priemysle bez stavebníctva. Čo teda spôsobilo taký nízky rast miezd?

<sup>17</sup> Ročná miera zmeny jednotkových nákladov práce sa zvýšila v prvých troch štvrtrokoch 2016 v porovnaní s rokom 2015, čo bolo spôsobené hlavne pomalším rastom produktivity práce. Bez ohľadu na to zostal ročný rast jednotkových nákladov práce výrazne pod historickým priemerom. V prostredí súčasnej nízkej inflácie však zvýšenie jednotkových nákladov práce tlmi úprava ziskových marží.

## Graf B

### Rast miezd v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Prirodzeným spôsobom hodnotenia rastu miezd je pozrieť sa naň z pohľadu štandardného modelu Phillipsovej krivky. Pri tomto modeli sa mzdy určujú podľa mzdových očakávaní (v tomto prípade predchádzajúcich očakávaní)<sup>18</sup>, produktivity a miery nezamestnanosti (graf C). Rozčlenenie rastu miezd podľa týchto faktorov naznačuje, že podpriemerný rast miezd v roku 2016 bol spôsobený hlavne podpriemerným príspevkom minulej inflácie a vysokou nezamestnanosťou. Potreba znížiť nezamestnanosť a realizovať reformy trhu práce mala v niektorých krajinách za následok, že dojednávanie miezd sa orientovalo viac na zamestnanosť a menej na platy. Existujú aj dôkazy o celkovom zmiernení nepružnosti miezd v eurozóne, a to najmä v krajinách, v ktorých sa zaznamenal významný záporný makroekonomický šok.<sup>19</sup> Nízke hodnoty inflácie v niekoľkých posledných rokoch pravdepodobne ovplyvnili rast miezd rôznym spôsobom. Pri dojednávaní miezd pravdepodobne nedochádzalo k takému tlaku, keďže nízke ceny ropy zvýšili kúpnu silu miezd zamestnancov. V poslednom období zaznamenal vo vzťahu k dlhodobým modelom záporný príspevok k rastu miezd aj rast produktivity.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že nepriaznivý vplyv všetkých uvedených faktorov na rast miezd sa postupne stratí. Po prvé, s pokračujúcim hospodárskym oživením a reformami trhu práce, ktoré pomáhajú tvoriť pracovné miesta, by sa mala ďalej znižovať miera nevyužitých kapacít na trhu práce. Po druhé, pravdepodobne sa končí vplyv poklesu cien ropy z minulosti, čo povedie k ďalšiemu rastu inflácie a menej obmedzujúcemu vplyvu na mzdové dohody. Očakávané vyššie tlaky na mzdy by sa potom mali preniesť do základnej inflácie.

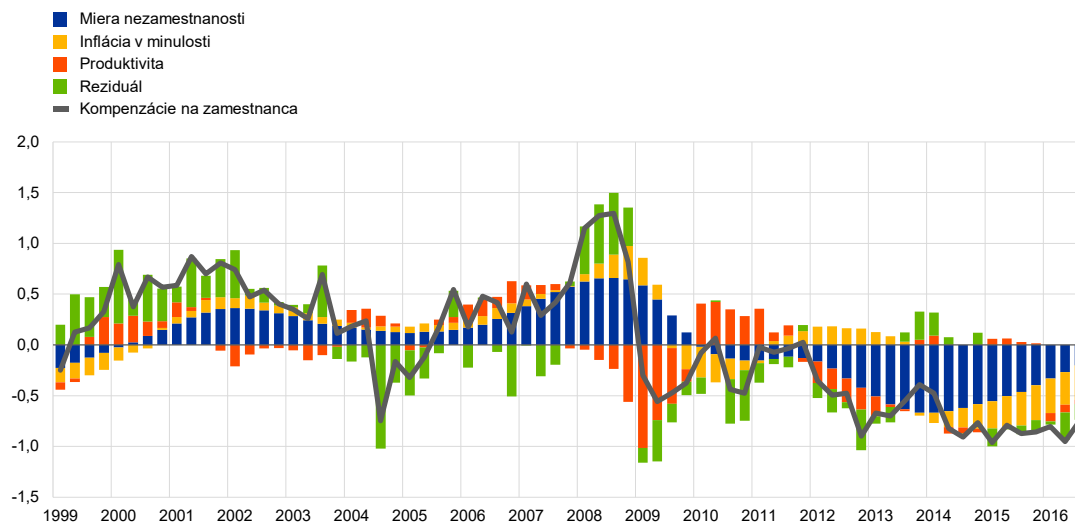
<sup>18</sup> Zahrnutie inflačných očakávaní bez zložky predchádzajúcich očakávaní mierne zvyšuje výpovednú hodnotu.

<sup>19</sup> Viac v článkoch [New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016, a Anderton, R. and Bonthuis, B., [Downward Wage Rigidities in the Euro Area](#), *Research Paper Series*, No 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

## Graf C

### Rozklad rastu miezd na základe modelu Phillipsovej krivky

(ročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch; všetky hodnoty z hľadiska odchýlky od ich dlhodobého priemeru)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Šedá čiara znázorňuje odchýlku ročnej miery rastu kompenzácií na zamestnanca od dlhodobého priemeru. Príspevky (vrátane reziduálov) sú tiež zobrazené ako odchýlky od dlhodobého priemeru. Sú vypočítané na základe regresnej rovnice, v ktorej do výpočtu kompenzácií na zamestnanca (anualizovaná štvrtročná miera rastu série očistenej od sezónnych vplyvov) vstupuje vlastné oneskorenie, oneskorená inflácia, produktivita na zamestnanca, oneskorená miera nezamestnanosti a konštanta.

## 1.5 Vývoj peňažných a úverových agregátov

K dynamike rastu peňažnej zásoby a pohľadávok naďalej prispievajú nízke úrokové sadzby a vplyv opatrení menovej politiky ECB. Rast peňažnej zásoby sa v roku 2016 stabilizoval na vysokej úrovni, pričom rast pohľadávok sa naďalej postupne zotavoval.

### Rast peňažnej zásoby zostal zhruba nezmenený

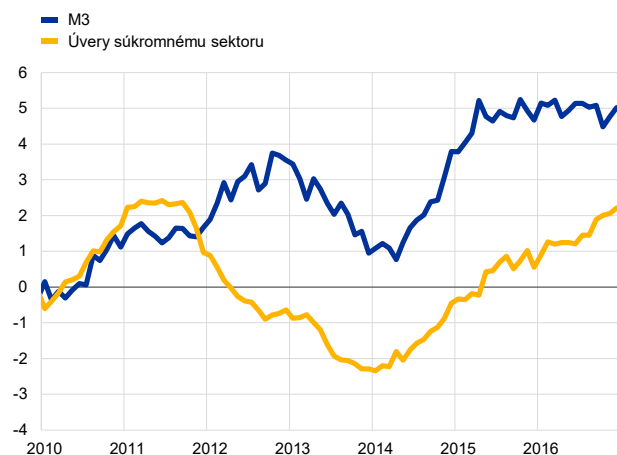
V roku 2016 zostal rast peňažnej zásoby zhruba nezmenený, aj keď dynamika rastu agregátu M3 sa v druhom polroku 2016 mierne oslabil (graf 17). V decembri 2016 bola ročná miera rastu menového agregátu M3 na úrovni 5,0 %, v porovnaní so 4,7 % z konca roka 2015. K miere rastu agregátu M3 naďalej prispievali jeho najlikvidnejšie komponenty, v dôsledku nízkych oportunitných nákladov na držbu likvidných vkladov v prostredí, ktoré sa vyznačovalo veľmi nízkymi úrokovými mierami a plochou výnosovou krivkou. Ďalšími hnacími silami menového vývoja v eurozóne boli neštandardné opatrenia ECB, najmä jej program nákupu aktív. Rast menového agregátu M1, ktorý profitoval z rýchlejšieho rastu jednoduchých vkladov v držbe domácností a nefinančných korporácií, bol výrazný, ale v porovnaní s maximom v polovici roka 2015 sa spomalil. V decembri 2016 sa pohyboval na úrovni 8,8 %, v porovnaní 10,7 % v decembri 2015.



## Graf 17

### Agregát M3 a úvery súkromnému sektoru

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Pokiaľ ide o ďalšie hlavné komponenty menového agregátu M3, nízke úročenie menej likvidných peňažných aktív prispievalo k pretrvávajúcemu poklesu krátkodobých vkladov iných ako sú vklady splatné na požiadanie (t. j. M2 mínus M1), čo naďalej tlmilo rast menového agregátu M3. Miera rastu obchodovateľných nástrojov (t. j. M3 mínus M2), ktoré majú v agregáte M3 malú váhu, sa mierne zotavila, k čomu prispel výrazný rast akcií/podielov fondov peňažného trhu a zvýšená držba krátkodobých dlhových cenných papierov bánk.

### Hnacím motorom emisie peňazí boli domáce zdroje

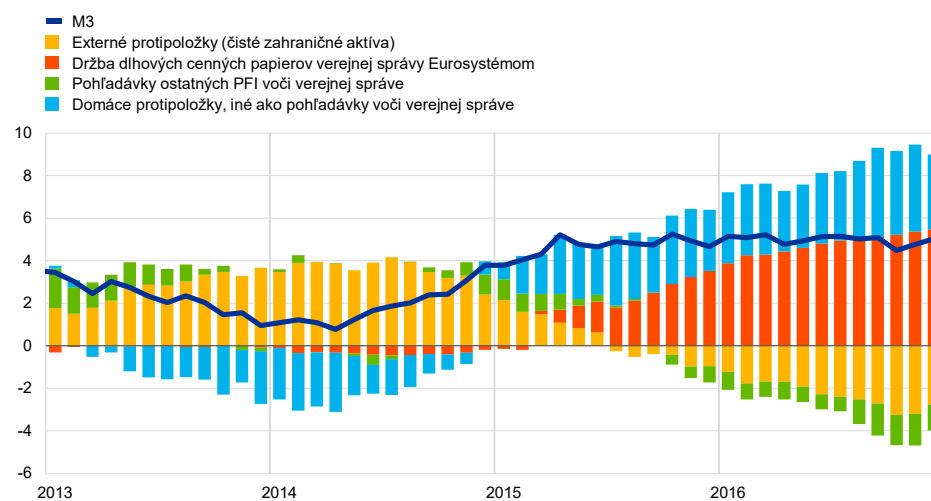
Domáce protipoložky, iné ako pohľadávky voči verejnej správe, mali v priebehu roka 2016 na rast agregátu M3 kladný vplyv (modrá oblasť grafu 18). Na jednej strane

je to odrazom postupného zotavovania rastu pohľadávok voči súkromnému sektoru. Na druhej strane k rastu agregátu M3 naďalej prispievala značne negatívna ročná miera zmeny dlhodobějších finančných pasív PFI (okrem kapitálu a rezerv). Tento vývoj sa čiastočne vysvetľuje relatívne plochou výnosovou krivkou, ktorá súvisí s opatreniami menovej politiky ECB, v dôsledku čoho bola držba dlhodobých vkladov a bankových dlhopisov pre investorov menej priaznivá. Úlohu tu zohrala aj atraktivnosť cieľených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO) ako alternatívy dlhodobějšího financovania bánk prostredníctvom trhu.

## Graf 18

### Agregát M3 a jeho protipoložky

(ročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Domáce protipoložky, iné ako pohľadávky voči verejnej správe zahŕňajú dlhodobější finančné pasíva PFI (vrátane kapitálu a rezerv), pohľadávky PFI voči súkromnému sektoru a ďalšie protipoložky.

Nákup dlhových cenných papierov v rámci programu nákupu cenných papierov sektora verejnej správy (PSPP) mal na rast agregátu M3 značný pozitívny vplyv (červená oblasť grafu 18). Na rozdiel od toho bol príspevok pohľadávok peňažných finančných inštitúcií voči verejnej správe bez Eurosystemu negatívny (zelená oblasť grafu 18). Pritom čistá pozícia zahraničných aktív PFI eurozóny (ktorá je zrkadlovým obrazom čistej pozície zahraničných pasív zúčtovaných nepeňažnými inštitúciami eurozóny prostredníctvom bánk) bola naďalej hlavným faktorom tlmiacim ročný rast agregátu M3 (žltá oblasť grafu 18). Tento vývoj odráža najmä odlev kapitálu z eurozóny a prebiehajúce nastoľovanie rovnováhy v prospech investičných nástrojov z krajín mimo eurozóny. K tomuto trendu výraznou mierou prispel predaj štátnych dlhopisov eurozóny nerezidentmi v rámci programu nákupu cenných papierov, keďže výnosy z nich sa investujú hlavne do nástrojov z krajín mimo eurozóny.

## Rast pohľadávok sa naďalej postupne zotavoval miernym tempom

Postupné zotavovanie rastu pohľadávok odzrkadľovalo vývoj úverov súkromnému sektoru (graf 17). Ročná miera rastu úverov PFI rezidentom eurozóny (vrátane sektora verejnej správy a súkromného sektora) sa v priebehu roka 2016 zvýšila a v decembri dosiahla 4,7 %, v porovnaní s úrovňou 2,3 % z decembra 2015. Zlepšenie dynamiky úverov bolo viditeľné najmä v prípade nefinančných korporácií. Rast úverov nefinančným korporáciám sa od prvého štvrťroka 2014, keď bol na minimálnej hodnote, výrazne zotavil. K tomuto vývoju prispel výrazný pokles úrokových sadzieb bankových úverov podporený ďalším znížením nákladov na financovanie bánk, k čomu prispeli najmä neštandardné opatrenia menovej politiky ECB. Konsolidácia bilancií bánk a stále vysoké úrovne nesplácaných úverov v niektorých krajinách však naďalej obmedzovali rast úverov.

Navyše, ako vyplýva z prieskumu úverovej aktivity bánk v eurozóne z januára 2017, k zotavovaniu rastu úverov prispeli zmeny dopytu po všetkých kategóriách úverov, zatiaľ čo podmienky poskytovania úverov podnikom sa celkovo stabilizovali. V tomto prieskume sa ako významné hybné sily zvyšovania dopytu po úveroch uvádza celkovo nízka úroveň úrokových sadzieb, aktivity v oblasti fúzií a akvizícií a vyhliadky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. V dôsledku programu nákupu aktív došlo v tomto kontexte k čistému uvoľneniu úverových štandardov, a najmä úverových podmienok. Banky ďalej uvádzali, že dodatočnú likviditu, ktorú získali z programu nákupu aktív a dlhodobějších cieľených refinančných operácií, použili tak na poskytovanie úverov, ako aj na nahradenie financovania z iných zdrojov. Ďalej uvádzali, že záporná úroková sadzba jednoduchých sterilizačných operácií ECB mala pozitívny vplyv na objem poskytovaných úverov, pričom zároveň prispievala k znižovaniu úverovej marže.

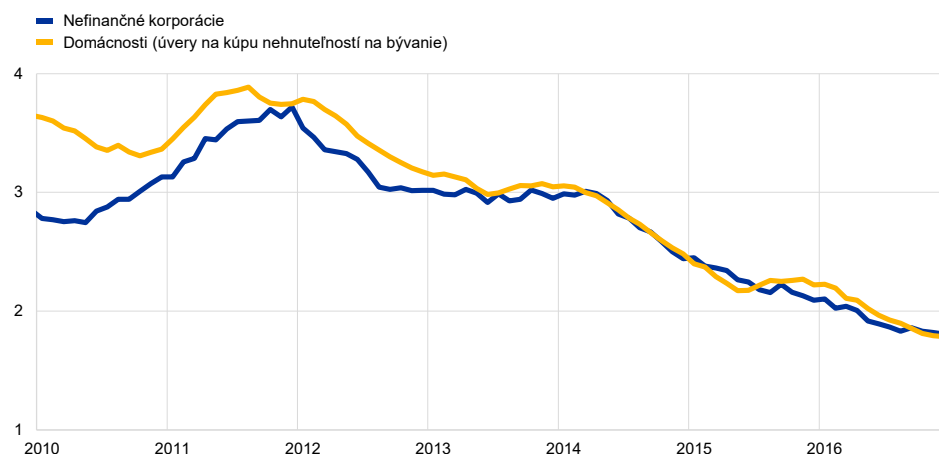
## Úrokové sadzby bankových úverov domácnostiam a nefinančným korporáciám klesli na historické minimá

Akomodačné nastavenie menovej politiky ECB, zlepšená situácia v súvahách a ustupujúca rozdrobenosť finančných trhov celkovo podporujú znižovanie celkových nákladov bánk na financovanie, ktoré dosiahli historické minimá. Od júna 2014 banky premietali pokles nákladov na financovanie do nižších úrokových sadzieb (graf 19), ktoré v druhej polovici poklesli na historické minimá. Od začiatku júna 2014 (keď sa začal uplatňovať balíček ECB na uľahčenie prístupu k úverom) do decembra 2016 poklesli zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam o približne 110 bázických bodov. Úrokové sadzby bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam okrem toho naďalej vykazovali menšie rozdiely medzi jednotlivými krajinami.

### Graf 19

#### Zložené úrokové miery bankových úverov nefinančným korporáciám a domácnostiam

(v % p. a.)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Ukazovateľ zloženej úrokovej miery bankových úverov sa počíta agregovaním krátkodobých a dlhodobých sadzieb s použitím 24-mesačného klzavého priemeru objemov nových obchodov.

## 1.6 Fiškálna politika a štrukturálne reformy

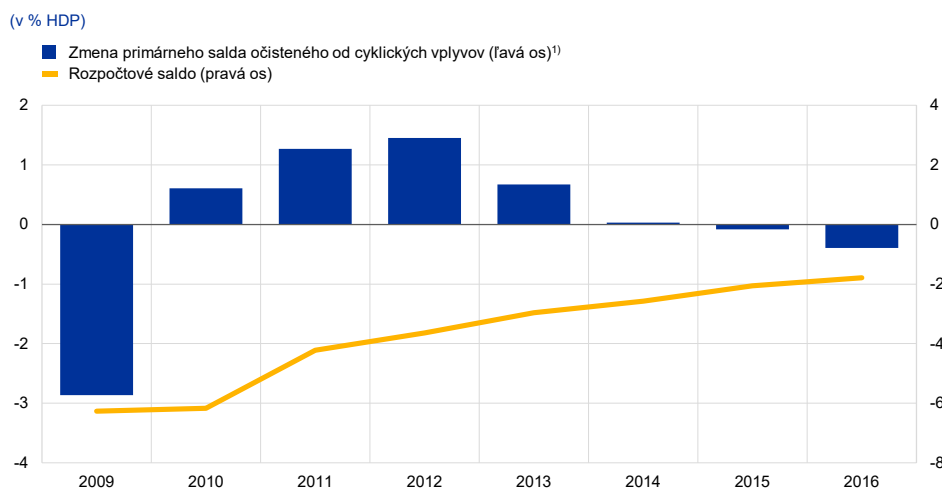
Rozpočtový deficit eurozóny v roku 2016 naďalej klesal, k čomu prispeli najmä nižšie úrokové náklady a priaznivá cyklická pozícia. Fiškálna pozícia eurozóny bola pritom expanzívna. Pomer verejného dlhu eurozóny naďalej klesal. V mnohých krajinách je však úroveň dlhu stále vysoká, čo si vyžaduje ďalšie fiškálne úsilie a prorastovejšiu fiškálnu politiku, aby sa krajiny dostali na cestu znižovania pomeru verejného dlhu. Urýchlenie implementácie reforiem v podnikateľskom a regulačnom prostredí by pomohlo zvýšiť rastový potenciál eurozóny. Okrem toho sú v záujme podpory zamestnanosti potrebné komplexné reformy trhu práce.

## Fiškálne deficity v roku 2016 naďalej klesali

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2016 rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny klesol z 2,1 % HDP v roku 2015 na 1,8 % HDP v roku 2016 (graf 20). Tento vývoj je v zásade podobný údajom z hospodárskej prognózy Európskej komisie zo zimy 2017. Znížený deficit bol výsledkom nižších platieb úrokov a priaznivej cyklickej pozície, ktoré výrazne kompenzovali zhoršujúce sa primárne saldo očistené od cyklických vplyvov. Zlepšenie agregovaného fiškálneho deficitu eurozóny bolo odrazom zlepšenej fiškálnej pozície väčšiny krajín eurozóny.

### Graf 20

#### Rozpočtové saldo a fiškálna pozícia



Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2016.

1) Zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od vplyvu štátnej pomoci finančnému sektoru na rozpočet.

Fiškálna pozícia eurozóny, ktorá sa meria zmenou primárneho salda očisteného od cyklických vplyvov a bez štátnej pomoci finančnému sektoru, bola v roku 2016 expanzívna (graf 20).<sup>20</sup> Bolo to hlavne v dôsledku prijatých fiškálnych opatrení na strane príjmov, ako napríklad zníženia priamych daní vo viacerých krajinách eurozóny. Expanzívna pozícia bola tiež podporená relatívne dynamickým rastom sociálnych platieb a medzispotreby. Ukazuje sa, že mnohé z krajín pravdepodobne použili časť úspor z platieb úrokov viac na zvýšenie primárnych výdavkov než na zníženie miery verejného dlhu alebo tvorbu rezerv. Prílev utečencov mal menší dosah na verejné financie ako v predchádzajúcom roku.

<sup>20</sup> Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#) *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016. Posúdenie primeranosti fiškálnej pozície eurozóny nie je jednoduché. Pri takomto posúdení je nutné zvážiť rôzne ciele, ako napríklad potrebu udržateľnosti na jednej strane a stabilizácie na strane druhej; súčasne by sa mali zohľadniť problémy pri meraní najmä produkčnej medzery.

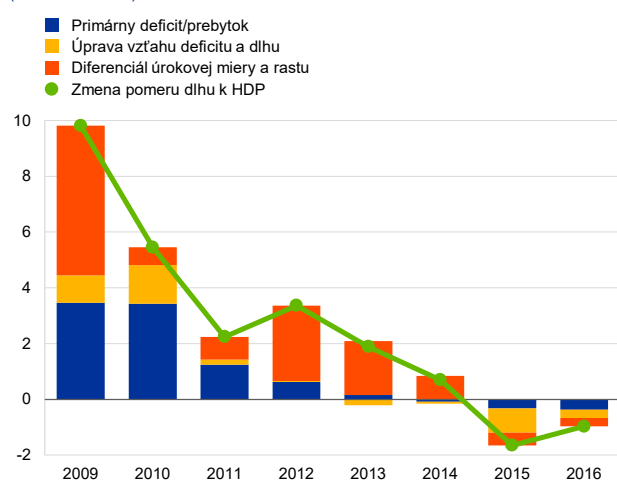
## Pomer verejného dlhu eurozóny naďalej klesal

Pomer dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne naďalej postupne klesal zo svojej najvyššej úrovne v roku 2014. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2016 sa pomer dlhu k HDP znížil z 90,4 % v roku 2015 na 89,4 % v roku 2016. Za týmto zlepšením stáli v zhruba rovnakej miere tri faktory: i) priaznivý vývoj diferenciálu úrokových sadzieb a rastu pri nízkych úrokových sadzbách a hospodárskom oživení, ii) malé primárne prebytky a iii) záporné úpravy vzťahu deficitu a dlhu (graf 21).

### Graf 21

#### Faktory vývoja dlhu verejnej správy

(zmena v % HDP)



Zdroj: Eurostat a makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z decembra 2016.

V niektorých krajinách sú však úrovne verejného dlhu stále vysoké a dokonca rastú. Je to o to znepokojujúcejšie, že vysoký dlh verejných financií predstavuje záťaž, ktorá robí hospodárstvo zraniteľnejším voči makroekonomickým šokom a nestabilite finančného trhu a obmedzuje možnosť fiškálnej politiky absorbovať tieto šoky.<sup>21</sup> V krajinách s vysokým pomerom dlhu k HDP je teda obzvlášť nutné nastaviť politiku tak, aby sa pomer verejného dlhu začal stabilne znižovať v plnom súlade s Paktom stability a rastu. Obmedzenie rizík udržateľnosti dlhu je veľmi dôležité aj z dlhodobejšej perspektívy, vzhľadom na závažné výzvy súvisiace so starnutím populácie, čo sa odzrkadľuje vo zvyšovaní nákladov na dôchodky a na zdravotnú starostlivosť a dlhodobú opateru. Správa Európskej komisie o zdravotnej starostlivosti z roku 2016 identifikovala v krajinách EÚ potrebné kľúčové reformy na tlmenie tlakov na verejné výdavky v oblasti zdravotnej starostlivosti a dlhodobej opateru.<sup>22</sup>

## Dostupný fiškálny priestor sa v jednotlivých krajinách líšil

Kým pre niektoré krajiny eurozóny je na zabezpečenie fiškálnej udržateľnosti nevyhnutné ďalšie úsilie o fiškálnu konsolidáciu, iné krajiny majú voľný fiškálny priestor, keď sú plne v súlade s Paktom stability a rastu. Pakt stability a rastu poskytuje istú flexibilitu, ktorá môže potenciálne viesť k riešeniu potrieb stabilizácie na národnej úrovni. Pakt napríklad ponúka istý manévrovací priestor, pokiaľ ide o verejné investície a náklady na štrukturálne reformy.

Rozsah fiškálneho priestoru a miera jeho využitia sa v jednotlivých krajinách eurozóny líšili. Niektoré krajiny, ako Nemecko, využili dostupný fiškálny priestor na prispôbenie rozpočtu značnému vplyvu prílevu utečencov. Naproti tomu krajiny

<sup>21</sup> Viac v článku [Government debt reduction strategies in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

<sup>22</sup> Viac v správe [Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability](#), Institutional Paper 37, European Commission, October 2016.

bez voľného fiškálneho priestoru boli nútené realizovať fiškálne opatrenia, aby zabezpečili súlad s požiadavkami Paktu stability a rastu. Niektoré štáty, napríklad Taliansko, Lotyšsko a Litva, taktiež využili priestor pre zvýšenie deficitu, ktorý umožňuje ustanovenie Paktu stability a rastu o flexibilitu vo vzťahu k verejným investíciám a dôchodkovým a štrukturálnym reformám.

Aby sa dostupný fiškálny priestor využil čo najlepšie, krajiny by sa mali vo svojich politických opatreniach zamerať na optimálne rozvrhnutie výdavkov na verejné investície tak, aby sa dal očakávať ich trvalý príspevok k hospodárskemu rastu v strednodobom horizonte. Hoci je rozsah makroekonomických vplyvov spojený s veľkou neistotou, verejné investície môžu mať pozitívne účinky na dopyt a zvýšenie objemu verejných zdrojov môže prispieť k zvýšeniu rastového potenciálu.<sup>23</sup>

Krajiny by sa na podporu hospodárskej stabilizácie mali usilovať o prorastovejšie nastavenie fiškálnej politiky. Pokiaľ ide o výdavky, ich prehodnocovanie je sľubnou cestou k identifikovaniu nárokov, ktoré nemusia prispievať k zvýšeniu blahobytu, a môže pomôcť využívať verejné zdroje účinnejšie. Dôležitou oblasťou reforiem na strane príjmov je v mnohých krajinách zlepšenie prorastového nastavenia daňového systému a obmedzenie daňových únikov. Pozitívne účinky na rast a zamestnanosť môže mať predovšetkým zníženie daňovo-odvodového zaťaženia, to znamená daní z príjmu fyzických osôb a príspevkov na sociálne zabezpečenie.<sup>24</sup>

## Nedostatočný súlad s fiškálnymi pravidlami EÚ

Je potrebné, aby krajiny zabezpečili prísne dodržiavanie ustanovení Paktu stability a rastu a zaistili včasnú korekciu rizík ohrozujúcich udržateľnosť dlhu. V roku 2016 krajiny eurozóny neplnili požiadavky paktu v plnej miere, a pokiaľ ide o ich implementáciu, ak si má Pakt stability a rastu zachovať plnú dôveryhodnosť, fiškálne pravidlá treba uplatňovať prísnejšie.

Fiškálna konsolidácia napreduje a s jej pomocou sa mohol v niekoľkých krajinách ukončiť postup pri nadmernom deficite. V prípade Írska a Slovinska bol postup pri nadmernom deficite v roku 2016 uzavretý riadne v stanovenom termíne. Podobne to bolo aj v prípade Cypru, kde sa tento postup ukončil rok pred stanoveným termínom. Spomedzi krajín eurozóny zostali na začiatku roka 2017 v nápravnej časti paktu len Francúzsko, Španielsko a Portugalsko.<sup>25</sup>

Napriek tomu Európska komisia v súvislosti s požiadavkami Paktu stability a rastu zistila v roku 2016 v mnohých krajinách eurozóny značné rozpočtové nedostatky. Neviedlo to však k významnému zintenzívneniu príslušných postupov podľa paktu.<sup>26</sup>

<sup>23</sup> Viac v článku [Public investment in Europe](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2016.

<sup>24</sup> Napríklad Attinasi a kol. [Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries](#), Discussion Paper No 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

<sup>25</sup> Grécko podlieha programu finančnej pomoci, preto nie je zahrnuté do hodnotenia rozpočtového dohľadu v rámci dodržiavania Paktu stability a rastu.

<sup>26</sup> Viac v boxe 5 [Odporúčania pre rozpočtovú politiku jednotlivých krajín v rámci európskeho semestra 2016](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2016.

V súvislosti s odporúčaniami pre jednotlivé krajiny zverejnenými v máji 2016 Komisia napríklad preskúmala porušenie dlhového kritéria v roku 2015 v Belgicku, Taliansku a vo Fínsku. Na základe hodnotenia číselnej referenčnej hodnoty dlhu a/alebo relevantných faktorov podľa Paktu stability a rastu sa však rozhodla, že postup pri nadmernom deficite neotvorí. V prípade Španielska a Portugalska sa Rada v auguste 2016 na základe odporúčania Komisie rozhodla sankcie neuložiť, napriek neúspechu týchto krajín podniknúť účinné kroky. Španielsku navyše predĺžila termín na splnenie požiadaviek postupu pri nadmernom deficite o dva roky, na rok 2018, a výrazne znížila požadované úrovne. V prípade Portugalska, ktoré muselo v roku 2015 vynaložiť rozpočtové prostriedky na podporu finančného sektora, Rada predĺžila termín na korekciu nadmerného deficitu o jeden rok, na rok 2016. Komisia dokonca ani nenavrholo pozastaviť čerpanie európskych štrukturálnych a investičných fondov.

Európska komisia zverejnila 16. novembra 2016 hodnotenie návrhov rozpočtových plánov na rok 2017. Zistila, že šiestim krajinám v preventívnej časti, a to Belgicku, Taliansku, Cypru, Litve, Slovinsku a Fínsku, hrozí riziko nesplnenia požiadaviek paktu.<sup>27</sup> Spomedzi krajín v nápravnej časti boli Francúzsko a – po predložení aktualizovaného návrhu rozpočtového plánu – aj Španielsko hodnotené ako celkovo v súlade s požiadavkami paktu. V prípade Portugalska sa očakávalo, že prekročí hranicu významnej odchýlky, aj keď len mierne. Euroskupina 5. decembra 2016 skonštatovala, že členské štáty, ktoré zostávajú v nápravnej časti paktu, by mali zabezpečiť včasnú korekciu svojho nadmerného deficitu a následne sa zodpovedajúco priblížiť k svojim strednodobým cieľom a zároveň by mali rešpektovať dlhové pravidlo.<sup>28</sup>

## Lepšie inštitúcie sú kľúčom k vyššiemu rastovému potenciálu

Aj keď hospodárske oživenie pokračuje, strednodobé a dlhodobé štrukturálne problémy, pokiaľ ide o rast eurozóny, zostávajú. Slabý rast produktivity, vysoká úroveň dlhu a štrukturálnej nezamestnanosti bránia silnejšiemu hospodárskemu rastu a vyžadujú si nový strategický impulz na strane ponuky. Je evidentné, že trend nevýrazného rastu HDP a zamestnanosti je spojený s nižšou kvalitou vnútroštátnych inštitúcií (zvládanie korupcie a právny štát), ako aj so strnulými štruktúrami trhu práce a tovarov.<sup>29</sup> Fungujúce inštitúcie a ekonomické štruktúry sú pre odolnosť a dlhodobú prosperitu eurozóny nevyhnutné (graf 22).<sup>30</sup>

<sup>27</sup> Viac v [oznámení](#) Európskej komisie zverejnenom 16. novembra 2016. Analýza hodnotenia Komisie je v boxe 5 [Prehľad návrhov rozpočtových plánov na rok 2017 a celková rozpočtová situácia eurozóny](#), *Economický bulletin*, číslo 8, ECB, 2016.

<sup>28</sup> Viac vo [vyhlásení](#) Euroskupiny zverejnenom 5. decembra 2016.

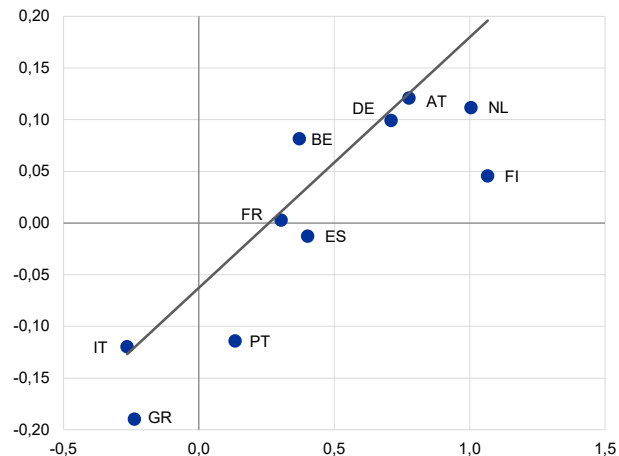
<sup>29</sup> Napríklad Masuch a kol., [Institutions, public debt and growth in Europe](#), *Working Paper Series*, No 1963, ECB, September 2016.

<sup>30</sup> Viac aj v článku [Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.

## Graf 22

### Vzťah medzi inštitúciami a rastom v Európe

(os x: kvalita inštitúcií v roku 1999; os y: skutočný – očakávaný rast 1999 – 2016)



Zdroj: Eurostat, Svetová banka a výpočty ECB.

Poznámka: Kvalita inštitúcií sa meria ako priemer šiestich celosvetových ukazovateľov riadenia Svetovej banky - World Bank Worldwide Governance Indicators (hlas a zodpovednosť, efektívnosť vlády, právny štát, kvalita regulácie, kontrola korupcie a politická stabilita a absencia násillia). Očakávaný rast na osi y je výsledkom jednoduchej vyrovnávacej regresie, kde priemer rastu HDP na obyvateľa medzi rokom 1999 a 2016 závisí výlučne od úrovne HDP na obyvateľa v roku 1999 a konštanty.

Niekoľko indikátorov naznačuje, že vývoj reforiem v eurozóne sa po roku 2013 výrazne oslabil a miera ich realizácie klesla na úroveň pred krízou.<sup>31</sup> Spomalenie reforiem je poľutovaniahodné, pretože existujú príklady spoľahlivých a správne zameraných reforiem, ktoré sa realizovali počas krízy a pre príslušné krajiny eurozóny sa ukázali byť značným prínosom.<sup>32</sup>

Pomalá realizácia reforiem zvyšuje obavy v súvislosti s výhľadom rastu a zamestnanosti v eurozóne a bráni prijímaniu nevyhnutných opatrení na zlepšenie schopnosti menovej únie absorbovať šoky. V tabuľke 1 je vidieť pokrok, ktorý sa dosiahol pri realizácii odporúčaní Európskej komisie pre jednotlivé krajiny na rok 2016. Je zrejmé, že reformy sa v štátoch eurozóny realizovali nedostatočne. Ani jedno odporúčanie sa napríklad nespĺnilo úplne a značný pokrok sa zaznamenal len v dvoch odporúčaníach. Určitý pokrok sa však v roku 2016 vo väčšine krajín eurozóny dosiahol v oblasti reforiem rámcových podmienok (napr. zefektívnenie rámca riešenia platobnej neschopnosti,

zlepšenie reštrukturalizácie dlhu súkromného sektora a zlepšenie prístupu malých a stredných podnikov k financovaniu). Pokiaľ ide o fiškálne štrukturálne reformy, opatrenia sa zamerali na zníženie daňovo-odvodového zaťaženia a niektoré krajiny eurozóny sa pokúsili zvýšiť efektívnosť verejnej správy a výberu daní. Čo sa týka reforiem na trhu práce alebo opatrení na zvýšenie konkurencieschopnosti v sektore služieb, pokrok vo väčšine krajín eurozóny bol veľmi malý, či dokonca žiadny. Tam, kde reformy prebiehali, boli zväčša nesystematické. To znamená, že potenciálne dôležité vzájomné dopĺňanie sa rôznych oblastí reforiem sa zanedbalo a premárnila sa príležitosť plne sa stotožniť s efektmi stimulujúcimi dopyt, ktoré plynú z rastúcich očakávaní vyšších budúcich príjmov.<sup>33</sup>

<sup>31</sup> Pozri napríklad [Going for Growth Interim Report](#), OECD, 2016.

<sup>32</sup> Viac napríklad v boxe [Recent employment dynamics and structural reforms](#) zahrnutom v článku [The employment-GDP relationship since the crisis](#), *Economic Bulletin, Issue 6*, ECB, 2016, ktorý informuje, že v krajinách uskutočňujúcich reformy sa zvýšila odozva zamestnanosti na rast HDP v čase oživenia, alebo v boxe [Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms](#) v rámci článku [Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#), *Economic Bulletin, Issue 5*, ECB, 2016, ktorý konštatuje, že znižovaniu nezamestnanosti často predchádza obdobie štrukturálnych reforiem.

<sup>33</sup> Pozri napríklad [Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P. and Rubio-Ramírez, J. F., Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound](#), *IMF Economic Review*, Vol. 62(2), 2014, pp. 248-260.



## Tabuľka 1

### Realizácia odporúčaní pre jednotlivé krajiny na rok 2016 podľa hodnotenia Európskej komisie

Reformné odporúčania	BE	DE	EE	IE	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Dark Red	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Green	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

<span style="display:inline-block; width:15px; height:15px; background-color:darkgreen;"></span>	Realizované v plnom rozsahu
<span style="display:inline-block; width:15px; height:15px; background-color:lightgreen;"></span>	Výrazný pokrok
<span style="display:inline-block; width:15px; height:15px; background-color:yellow;"></span>	Určitý pokrok
<span style="display:inline-block; width:15px; height:15px; background-color:orange;"></span>	Obmedzený pokrok
<span style="display:inline-block; width:15px; height:15px; background-color:darkred;"></span>	Žiadny pokrok

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Do európskeho semestra na rok 2016 nebolo zaradené Grécko, pretože v tejto krajine prebieha program ekonomickej konsolidácie. Grécko teda nedostalo odporúčanie pre jednotlivé krajiny. Na hodnotenie pokroku pri realizácii odporúčaní pre jednotlivé krajiny z roku 2016 sa používajú tieto kategórie: Žiadny pokrok: členský štát dôveryhodným spôsobom neohlásil ani neprijal žiadne opatrenia na realizáciu odporúčaní. Obmedzený pokrok: členský štát ohlásil určité opatrenia, ale tieto opatrenia zohľadňujú odporúčania pre krajinu len v obmedzenej miere; a/alebo riadiacemu alebo legislatívnemu orgánu predložil právne predpisy, ktoré však neboli zatiaľ schválené, a na zavedenie odporúčaní pre krajinu budú potrebné mnohé ďalšie kroky nelegislatívneho charakteru, pričom neexistujú následné opatrenia na ich implementáciu, ktorá je nevyhnutná v súvislosti s odporúčaniami pre krajinu. Určitý pokrok: členský štát prijal opatrenia, ktoré čiastočne zohľadňujú odporúčania pre krajinu, a/alebo schválil opatrenia, ktoré tieto odporúčania zohľadňujú, je však stále potrebná značná práca na úplné splnenie odporúčaní pre krajinu, keďže sa zrealizovalo len niekoľko schválených opatrení. Výrazný pokrok: členský štát schválil opatrenia, ktoré v značnej miere zohľadňujú odporúčania pre krajinu a z ktorých sa väčšina zrealizovala. Realizované v plnom rozsahu: členský štát zrealizoval všetky opatrenia potrebné na riadne splnenie odporúčaní pre krajinu. Toto je tabuľka s prehľadom; viac podrobností o odporúčaníach k reformám pre jednotlivé krajiny v jednotlivých oblastiach politiky je k dispozícii na [internetovej stránke európskeho semestra Európskej komisie](#).

Vlády by mali celkovo zintenzívniť realizáciu propodnikateľských reforiem. Ako sa uvádza v texte, v roku 2016 sa podnikli určité kroky na zlepšenie podnikateľského a regulačného prostredia, no pokrok dosiahnutý v posledných rokoch bol príliš malý na to, aby sa krajiny eurozóny zosúladiли so svetovo osvedčenými postupmi. Ako už bolo uvedené v boxe 4, nevyužitý potenciál reforiem na zvýšenie produktivity a zamestnanosti je stále značný. Popri opatreniach na zlepšenie verejnej infraštruktúry by aj kroky prijaté na zvýšenie efektívnosti riešenia platobnej neschopnosti a konkurencieschopnosti na trhu tovarov a služieb pomohli podporiť investície a v podstate tiež agregovaný dopyt. Tieto priority v oblasti reforiem je treba doplniť o komplexnú reformu trhu práce, aby sa zlepšila jeho pružnosť, obmedzilo sa delenie medzi rôznymi druhmi pracovných zmlúv a zohľadnili sa rozdiely v kvalifikačnej štruktúre pracovných síl. V snahe riešiť vysokú nezamestnanosť by sa mali posilniť aj stratégie zamerané na rozvoj ľudského kapitálu a mobilitu pracovných síl, ako aj na aktívne programy trhu práce. Väčšia efektívnosť vo verejnej správe by tiež povzbudila rast produktivity a podporila súkromný sektor.

Nový impulz pri realizácii reforiem je potrebný aj na úrovni EÚ. Nová štruktúra správy ekonomických záležitostí začlenená do európskeho semestra Komisie by mala podporiť realizáciu reforiem v eurozóne, ale už spomenutý malý pokrok ukazuje, že treba vyvinúť omnoho väčšiu snahu. Ako je napríklad uvedené v správe piatich prezidentov<sup>34</sup> uverejnenej v roku 2015, v strednodobom až dlhodobom horizonte je potrebný závažnejší proces približovania sa k dosiahnutiu odolnejších

<sup>34</sup> Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. and Schulz, M., [Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe](#), Európska komisia, jún 2015.

hospodárskych štruktúr. Úsilie o väčší pokrok na jednotnom trhu, zriadenie skutočnej únie kapitálového trhu a dobudovanie bankovej únie tiež pomôže vytvoriť odolnejšiu a prorastovejšiu eurozónu.

#### Box 4

##### Prioritné reformy na zlepšenie podnikateľského prostredia a tovarových trhov v eurozóne

---

V eurozóne je veľký priestor na zlepšenie podnikateľského prostredia, rámca platobnej neschopnosti a zvýšenie konkurencie na trhu tovarov a služieb. Takéto reformy eurozóna potrebuje na podporu produktivity, pritiahtutie priamych zahraničných investícií, zvýšenie podnikateľskej aktivity a na stimulovanie investícií v eurozóne. Dôležitosť priaznivého podnikateľského prostredia sa zdôrazňuje aj v investičnom pláne pre Európu.<sup>35</sup> S cieľom doplniť a prehĺbiť niektoré myšlienky uvedené v hlavnej časti výročnej správy sa tento box zameriava na prioritné oblasti reforiem v eurozóne, skúma súčasný stav a rozoberá benchmarking ako možný nástroj na posilnenie procesu ich implementácie.

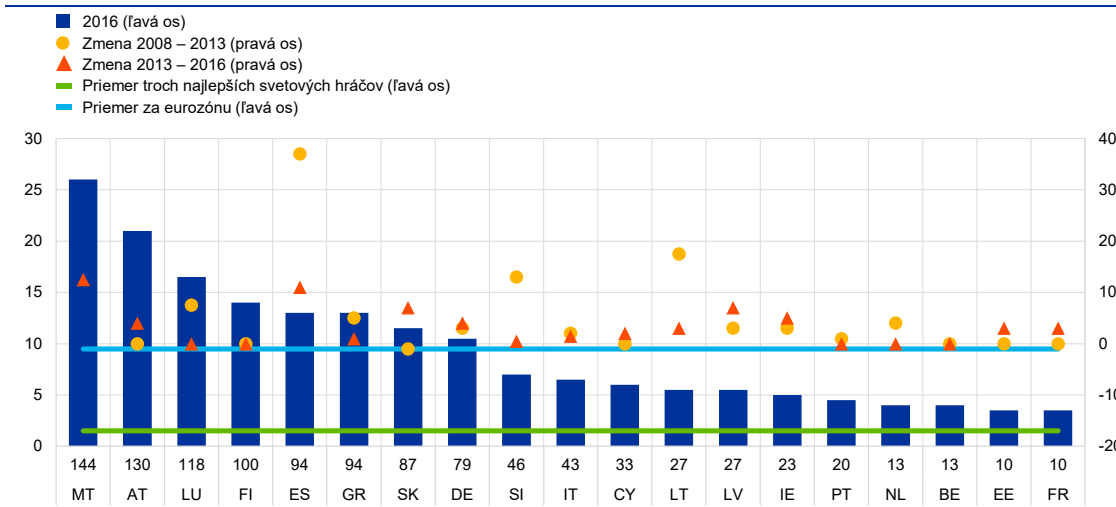
Vo viacerých ekonomikách eurozóny pretrváva nepriaznivé podnikateľské prostredie, ktoré spôsobuje striktná regulácia trhov práce a tovarov a neefektívne rámce riešenia platobnej neschopnosti. V správe Svetovej banky *Doing Business 2017*<sup>36</sup> nie je medzi desiatimi najlepšie hodnotenými krajinami ani jedna z eurozóny. Podobne je to aj s podnikateľským prostredím, ktoré zaostáva za svetovou špičkou. Napríklad proces riešenia platobnej neschopnosti v eurozóne trvá v priemere takmer dva roky, čo je trikrát viac ako priemer troch najlepších krajín vo svete. Proces vymáhania plnenia zmlúv trvá v eurozóne v priemere viac ako 600 dní, hoci v troch najlepších krajinách sveta je to asi len 200 dní. Podnikateľské prostredie sa v rôznych častiach eurozóny značne líši. Založenie podnikateľského subjektu v Estónsku trvá napríklad štyri dni, kým na Malte takmer mesiac (graf A). V najlepšej krajine sveta v tomto ohľade – na Novom Zélande – to trvá menej ako deň. Pri zakladaní podnikateľského subjektu je v eurozóne treba absolvovať v priemere päť úradných konaní, od troch v Belgicku, Estónsku, Fínsku a Írsku po deväť v Nemecku a na Malte (graf B), kým vo svetovej jednotke postačuje jedno.

<sup>35</sup> Pozri [závery](#) Rady EÚ k tretiemu pilieru investičného plánu EÚ, ktoré vymedzujú viacero prekážok pre investície.

<sup>36</sup> Pre názornosť je v správe Svetovej banky *Doing Business 2017* uvedený prehľad indikátorov za niektoré konkrétne oblasti. Podobné závery sa dajú odvodiť aj z rôznych iných ukazovateľov (napr. z indikátorov regulácie sektorov OECD alebo ukazovateľov globálnej konkurencieschopnosti od Svetového ekonomického fóra).

## Graf A

### Počet dní potrebných na založenie podnikateľského subjektu

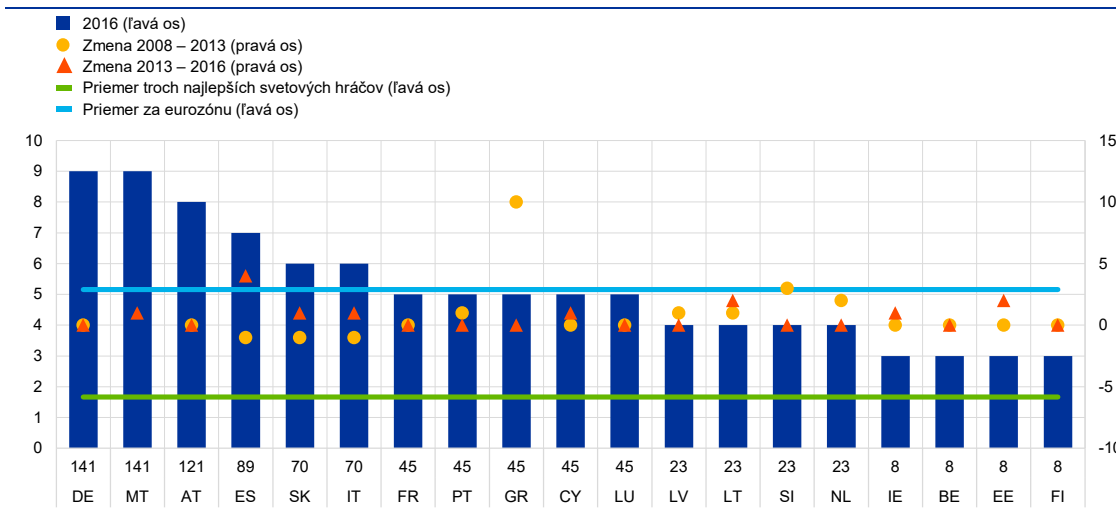


Zdroj: *Doing Business 2017*, Svetová banka a výpočty ECB.

Poznámka: Vyššia hodnota na ľavej osi zodpovedá vyššej náročnosti založenia podnikateľského subjektu, je vyjadrená časom potrebným na založenie. Ako meradlo úspešnosti zavedených reforiem je na pravej osi znázornený počet dní potrebných na založenie podnikateľského subjektu v rokoch 2008 až 2013 (žlté body) a 2013 až 2016 (červené trojuholníky). Zmena po zavedení reformy väčšia ako nula znamená, že krajina smeruje k osvedčeným postupom, a menšia ako nula, že sa od nich vzdaluje. Číslo pod grafom označuje súčasné poradie danej krajiny vo svetovom rebríčku. Za rok 2008 nie sú k dispozícii údaje za Maltu.

## Graf B

### Počet konaní na založenie podnikateľského subjektu



Zdroj: *Doing Business 2017*, Svetová banka a výpočty ECB.

Poznámka: Vyššia hodnota na ľavej osi zodpovedá vyššej náročnosti založenia podnikateľského subjektu. Ako meradlo úspešnosti zavedených reforiem je na pravej osi znázornená zmena počtu konaní potrebných na založenie podnikateľského subjektu v rokoch 2008 až 2013 (žlté body) a 2013 až 2016 (červené trojuholníky). Zmena po zavedení reformy väčšia ako nula znamená, že krajina smeruje k osvedčeným postupom, a menšia ako nula, že sa od nich vzdaluje. Číslo pod grafom označuje súčasné poradie danej krajiny vo svetovom rebríčku. Za rok 2008 nie sú k dispozícii údaje za Maltu.

Reformy zamerané na posilnenie regulačného prostredia a funkcie právneho štátu, na efektívnejšie riešenie nesplácaných úverov a na odstraňovanie prekážok pri zakladaní a rušení firiem spolu s krokmi na zvládnutie neprimerane komplikovaných administratívnych konaní a neefektívnych rámcov pre vyhlásenie platobnej neschopnosti by mali byť na prvých miestach programu reforiem v eurozóne. Ako sa uvádza v hlavnej časti, zavádzanie reforiem podporujúcich podnikanie bolo v posledných rokoch obzvlášť nevýrazné, na ich podporu je preto treba nový impulz.<sup>37</sup> Okrem

<sup>37</sup> Viac v boxe 3 [Štrukturálne ukazovatele podnikateľského prostredia eurozóny](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2016.

opatrení na stimuláciu reforiem v eurozóne, ktoré už boli opísané v hlavnej časti, je ďalším vhodným nástrojom na posilnenie procesu implementácie reforiem v oblasti podnikateľského prostredia a tovarových trhov práve benchmarking. Štrukturálne ukazovatele by sa mali chápať najmä ako ilustračné príklady podnikateľského prostredia v konkrétnej krajine, ale môžu tiež pomôcť pri identifikovaní najlepších postupov a stanovovaní cieľov, preto sú veľmi užitočné aj pri benchmarkovom porovnávaní.

---

## 2 Menová politika zameraná na podporu hospodárskeho oživenia a rastu inflácie v eurozóne

### 2.1 Potreba ďalších menovopolitických opatrení v roku 2016

#### Na začiatku roka si zvýšenú pozornosť vyžadovali zhoršené ekonomické a finančné podmienky

Cieľom menovopolitických opatrení, ktoré ECB prijala v posledných rokoch, bola podpora hospodárskeho oživenia v eurozóne a návrat miery inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % v strednodobom horizonte. Tieto opatrenia, medzi ktoré patria cielené dlhodobejšie refinančné operácie (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO), program nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a záporná úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií, boli zavedené vo viacerých krokoch a ukázali sa ako veľmi účinné z hľadiska podpory hospodárskeho oživenia a potlačania dezinflačných tlakov. Konvergenciu miery inflácie s cieľovou úrovňou stanovenou Radou guvernérov však počas roka 2016 brzdili nepriaznivé faktory a v priebehu roka tak bolo nevyhnutné prijať ďalšie opatrenia menovej politiky.

Na začiatku roka 2016 došlo k zhoršeniu ekonomických a finančných podmienok v dôsledku zvýšenej neistoty, geopolitických rizík a výraznejšej volatility na finančných a komoditných trhoch. Vzrástli predovšetkým obavy v súvislosti so smerovaním svetového hospodárstva vzhľadom na spomalenie rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, najmä Číny. Stále slabšia, než sa očakávalo, bola navyše aj dynamika vývoja inflácie, hlavne v dôsledku obnoveného prudkého poklesu cien ropy a tlmeného rastu miezd. V spojení s klesajúcimi krátkodobými a strednodobými inflačnými očakávaniami tento vývoj poukazoval na zvýšené riziká sekundárnych účinkov, vzhľadom na možnosť, že slabé inflačné očakávania by mohli tvorcov miezd viesť k oddiaľovaniu zvyšovania miezd.

Za týchto okolností Rada guvernérov v januári znova potvrdila svoju signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky a zdôraznila, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú podľa jej očakávaní na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia a rozhodne ešte podstatnú dobu po skončení čistého nákupu aktív. Vzhľadom na neistú intenzitu a dĺžku pôsobenia nepriaznivých faktorov okrem toho Rada guvernérov potvrdila potrebu posúdiť a prípadne prehodnotiť nastavenie menovej

politiky na menovopolitickom zasadaní v marci 2016, keď budú k dispozícii ďalšie informácie vrátane nových projekcií.

Vyhliadky na trvalú zmenu vývoja inflácie smerom k cieľovej úrovni Rady guvernérov nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte sa v prvom štvrtroku zhoršili. Došlo predovšetkým k sprísneniu finančných podmienok, najmä na akciových a devízových trhoch, z ktorého vyplývalo riziko sprísnenia podmienok financovania reálnej ekonomiky. Dostupné informácie navyše poukazovali na spomaľovanie tempa hospodárskeho oživenia a inflácia sa znova vrátila do záporného pásma. Výrazný podiel na tomto znížení mali klesajúce ceny ropy, no aj základné cenové tlaky boli slabšie, než sa očakávalo. Znížili sa aj strednodobé trhové inflačné očakávania, čím ešte viac vzrástli riziká sekundárnych účinkov. V marcových projekciách odborníkov ECB boli projekcie inflácie výrazne upravené nadol, čím sa znova oddialil dátum projektovaného návratu inflácie na cieľovú úroveň Rady guvernérov nižšiu, ale blízku 2 %.

### Nepriaznivejší výhľad vývoja si v marci vyžiadala róznu reakciu menovej politiky

Za týchto okolností považovala Rada guvernérov za nevyhnutné prehodnotiť nastavenie menovej politiky a na zvýšené riziká ohrozujúce cieľ cenovej stability ECB zareagovať ďalším výrazným menovým stimulom. Rada guvernérov následne v marci 2016 zaviedla komplexný balík menovopolitických opatrení.

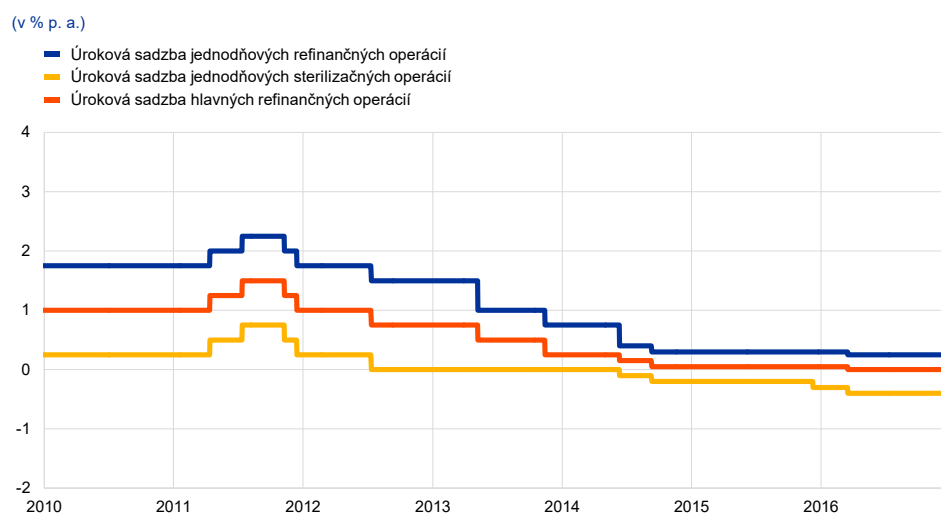
Na svojom zasadaní v marci sa Rada guvernérov rozhodla: i) znížiť kľúčové sadzby menovej politiky, predovšetkým znížiť sadzbu jednodňových sterilizačných operácií na -0,40 %<sup>38</sup>, ii) od apríla 2016 zvýšiť objem nákupov v rámci programu APP na 80 mld. € mesačne a zvýšiť limity podielu jednotlivých emitentov a emisí pri nákupe určitých druhov cenných papierov, iii) zahrnúť do programu APP nový program nákupu aktív podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), v rámci ktorého sa nakupujú eurové dlhopisy investičného stupňa vydané nebankovými spoločnosťami usadenými v eurozóne, a iv) zaviesť novú sériu štyroch cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO-II), každú so splatnosťou štyri roky, začínajúc v júni 2016. Rada guvernérov navyše v rámci signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky znova uviedla, že kľúčové úrokové sadzby ECB podľa jej očakávaní zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia a rozhodne ešte podstatnú dobu po skončení čistého nákupu aktív, a znova potvrdila, že nákupy budú pokračovať do konca marca 2017, v prípade potreby aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu.

Cieľom tohto komplexného súboru opatrení bolo ešte viac uvoľniť podmienky úverovania súkromného sektora a podporiť poskytovanie úverov súkromnému sektoru a tým posilniť dynamiku oživenia hospodárskej aktivity v eurozóne a urýchliť návrat inflácie na cieľovú úroveň. Opatrenia tiež pomohli zmierniť tlaky pozorované na finančnom trhu v skoršej časti roka a zabrániť tomu, aby narušili transmisíu

<sup>38</sup> Rada guvernérov tiež rozhodla o znížení sadzby hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií o 5 bázických bodov (na 0 % a 0,25 %).

akomodačného nastavenia menovej politiky (časť 2.2 kapitoly 1). Zámerom zníženia sadzby jednodňových sterilizačných operácií bolo ďalšie uvoľnenie úverových podmienok (graf 23). Banky disponujúce likviditou nad rámec povinných minimálnych rezerv by boli motivované použiť prebytočnú likviditu buď na nákup ďalších aktív, alebo na poskytnutie väčšieho objemu úverov reálnej ekonomike. Záporná sadzba jednodňových sterilizačných operácií tak podporila program APP posilnením účinkov preskupovania portfólií.

**Graf 23**  
Kľúčové úrokové sadzby ECB



Zdroj: ECB.  
Poznámka: Posledné údaje sú zo 7. decembra 2016.

TLTRO-II boli zavedené ako dôležitý prvok opatrení na uvoľnenie úverových podmienok a podporu poskytovania úverov, ktorého cieľom je podporiť transmisiu menovej politiky prostredníctvom kanála bankových úverov. Hoci ich maximálna úroková sadzba bola stanovená na úrovni sadzby hlavných refinančných operácií platnej v deň pridelenia prostriedkov, skutočne použitá sadzba mohla byť pre banky, ktorých úverové toky prekročia vopred stanovenú referenčnú hodnotu, na úrovni sadzby jednodňových sterilizačných operácií.<sup>39</sup>

Zavedením programu CSPP sa ešte viac posilnil vplyv nákupu aktív vykonávaného Eurosystemom na reálnu ekonomiku. Okruh akceptovateľných aktív zostal široký, aby mohlo z programu ťažiť čo najviac podnikov a sektorov.<sup>40</sup> Nákup aktív v rámci programu CSPP bol v zásade možný tak na primárnom, ako aj na sekundárnom trhu.<sup>41</sup>

<sup>39</sup> V prípade TLTRO-II nebola na rozdiel od prvej série TLTRO stanovená žiadna povinnosť predčasného splatenia. Podrobnejšie informácie sú v prílohe I [rozhodnutia \(EÚ\) 2016/810](#) a v [tlačovej správe](#) o oznámení TLTRO-II z 10. marca 2016.

<sup>40</sup> Základom posudzovania akceptovateľnosti cenných papierov podnikového sektora v rámci programu CSPP je kolaterálový rámec Eurosystemu a špecifické definície nebankových korporácií. Podrobnejšie informácie sú v [rozhodnutí \(EÚ\) 2016/948](#).

<sup>41</sup> Do rámca CSPP bolo zapracovaných viacero ochranných mechanizmov týkajúcich sa zákazu menového financovania. V prípade dlhových nástrojov vydaných subjektmi, ktoré sa považujú za verejnoprávne podniky, sa napríklad nákupy mohli uskutočňovať len na sekundárnom trhu.

## V druhej polovici roka sa potvrdila odolnosť hospodárstva eurozóny, základná inflácia však bola naďalej nízka

Balík menovopolitických opatrení prijatý v marci 2016 sa spolu s dovtedy zavedenými rozsiahlymi menovými stimulmi významnou mierou zaslúžil o zvýšenie odolnosti hospodárstva eurozóny voči globálnej a politickej neistote. V reakcii na výsledok referenda v Spojenom kráľovstve o členstve v EÚ v polovici roka 2016 došlo spočiatku k zvýšeniu volatility na finančnom trhu, trhy však celkovo preukázali povzbudivú mieru odolnosti a pomerne rýchlo sa upokojili. K zachovaniu tejto odolnosti prispela pripravenosť svetových centrálnych bánk poskytnúť v prípade potreby likviditu, v spojení s prísnyim rámcom regulácie a dohľadu nad bankami v eurozóne, a akomodačné menovopolitické opatrenia ECB.

Potenciálne budúce dôsledky referenda v Spojenom kráľovstve a ďalšie pretrvávajúce geopolitické neistoty spolu s tlmenými vyhlídkami rastu v rozvíjajúcich sa ekonomikách zároveň naďalej tlmili zahraničný dopyt a spočiatku sa považovali za zdroj rizík zhoršenia výhľadu hospodárskeho vývoja v eurozóne v druhej polovici roka. Táto obava bola zohľadnená aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2016, v ktorých bola prognóza hospodárskeho rastu eurozóny oproti júnovým projekciám upravená mierne nadol. Základné cenové tlaky okrem toho stále nevykazovali presvedčivý trend rastu a zostali zdrojom obáv. Výhľad hospodárskeho rastu a vývoja inflácie v eurozóne bol predovšetkým aj naďalej podmienený veľmi priaznivými podmienkami financovania, ktoré do značnej miery odrážali akomodačné nastavenie menovej politiky.

Na jeseň preto Rada guvernérov pokračovala vo veľmi pozornom monitorovaní ekonomického vývoja a vývoja na finančných trhoch a zdôraznila svoje odhodlanie zachovať rovnako výraznú mieru menovej podpory, ktorá je potrebná na zabezpečenie trvalej konvergencie miery inflácie smerom k úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Na zvýšenie pripravenosti a schopnosti v prípade potreby konať navyše Rada guvernérov poverila príslušné výbory Eurosystemu vyhodnotením dostupných možností zabezpečenia hladkej realizácie programu APP do marca 2017, prípadne aj dlhšie.

Ku koncu roka hospodárske oživenie eurozóny naďalej odolávalo prevládajúcej neistote, a to aj vďaka naďalej výraznému vplyvu menovopolitických opatrení na reálnu ekonomiku eurozóny. Oživenie pokračovalo miernym, no stále jednoznačnejším tempom, predovšetkým vďaka rastúcemu domácemu dopytu, rastu reálneho disponibilného príjmu, stabilnej tvorbe pracovných miest a stále veľmi priaznivým podmienkam financovania. V dôsledku rastúcich cien energií sa zvýšila aj inflácia a počítalo sa s jej ďalším oživovaním.

## Súbor decembrových menovopolitických opatrení bol zameraný na zachovanie veľmi výraznej miery menovej akomodácie

Scenár trendu postupného rastu inflácie sa naďalej opieral o značnú mieru podpory akomodačnej menovej politiky. Vzhľadom na dlhšie obdobie slabého vývoja

základnej inflácie sa nepovažovalo za pravdepodobné, že sa s dostatočnou istotou podarí zabezpečiť udržateľnú konvergenciu miery inflácie smerom k cieľovej úrovni. Za týchto okolností sa považovalo za opodstatnené zachovať veľmi výraznú mieru menovej akomodácie dlhšie než do marca 2017.

Na svojom zasadaní v decembri sa preto Rada guvernérov rozhodla: i) predĺžiť horizont čistých nákupov aktív rozhodnutím o pokračovaní programu APP – popri reinvestovaní splatných cenných papierov<sup>42</sup> – tempom 60 mld. € za mesiac od apríla 2017 do konca decembra 2017, v prípade potreby aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu; a ii) upraviť od januára 2017 parametre programu APP na zabezpečenie jeho naďalej plynulého priebehu, a to skrátením minimálnej zostatkovej splatnosti akceptovateľných cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora z dvoch na jeden rok a povolením (v potrebnom rozsahu) nákupov cenných papierov, ktorých výnos do splatnosti je nižší ako úroková miera jednoduchých sterilizačných operácií ECB.<sup>43</sup> Kľúčové úrokové sadzby ECB zostali nezmenené a Rada guvernérov potvrdila, že naďalej očakáva, že na súčasnej alebo nižšej úrovni zostanú počas dlhšieho obdobia a ešte podstatnú dobu po skončení čistého nákupu aktív. Rada guvernérov tiež znova potvrdila svoje odhodlanie pozorne sledovať vývoj výhľadu cenovej stability a pripravenosť konať, ak to bude na dosiahnutie jej cieľa nevyhnutné, s využitím všetkých nástrojov, ktoré má v rámci svojho mandátu k dispozícii. Rada guvernérov predovšetkým zdôraznila, že ak by medzitým došlo k zhoršeniu výhľadu vývoja alebo ak by finančné podmienky prestali zodpovedať ďalšiemu napredovaniu k trvalej zmene vývoja inflácie, má v úmysle zväčšiť rozsah programu a/alebo predĺžiť jeho trvanie.

Cieľom týchto rozhodnutí bolo zabezpečiť naďalej veľmi priaznivé podmienky financovania v eurozóne, ktoré mali z hľadiska plnenia cieľa ECB – udržiavania cenovej stability – naďalej zásadný význam. Zámerom predĺženia horizontu nákupov v rámci programu APP bolo predovšetkým zabezpečiť stabilnejšiu podporu podmienok financovania a tým aj trvalejšiu transmisiu stimulačných opatrení s cieľom prispieť k miernemu, no stále stabilnejšiemu oživeniu. Stálejšia prítomnosť Eurosystemu na trhu mala zároveň priniesť stabilitu v prostredí zvýšenej neistoty, okrem iného vzhľadom na obavy z potenciálnych dlhodobějších dôsledkov referenda v Spojenom kráľovstve a z možných politických dôsledkov prezidentských volieb v Spojených štátoch. Zníženie mesačného tempa nákupov vyplývalo z prehodnotenia rozloženia rizík, v rámci ktorého Rada guvernérov dospela k záveru o zvýšení dôvery v celkovú výkonnosť hospodárstva eurozóny a o prevažnom rozptýlení deflačných rizík. Celkovým zámerom rozhodnutia bola ochrana podmienok financovania v eurozóne a upevnenie a posilnenie oživenia, bez ohľadu na možné externé alebo interné šoky.

<sup>42</sup> Rada guvernérov v decembri 2015 rozhodla o reinvestovaní splátok istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív, kým to bude nevyhnutné. Ďalšie informácie sú v [úvodnom vyhlásení](#) k tlačovej konferencii ECB z decembra 2015.

<sup>43</sup> Zároveň boli prijaté zmeny rámca požičiavania cenných papierov s cieľom zvýšiť jeho účinnosť. Podrobnejšie informácie sú v [tlačovej správe](#) z 8. decembra 2016.



## Box 5

### Distribučné účinky menovej politiky

V priebehu posledných rokov ECB v záujme plnenia svojho cieľa cenovej stability prijala viacero opatrení menovej politiky. Došlo k zníženiu kľúčových úrokových sadzieb ECB na historicky nízku úroveň a boli prijaté ďalšie nekonvenčné opatrenia, ako napríklad ciele dlhodobejšie refinančné operácie a nákupy cenných papierov súkromného a verejného sektora, s cieľom zvýšiť mieru akomodácie menovej politiky.<sup>44</sup> Tieto opatrenia boli veľmi úspešné z hľadiska uvoľnenia celkových finančných podmienok a podpory výhľadu vývoja reálnej hospodárskej aktivity a inflácie v eurozóne. Tak ako každé „štandardné“ opatrenie menovej politiky mali opatrenia prijaté v posledných rokoch vplyv na celkové nastavenie trhových úrokových mier a cien aktív. Hoci sú takéto účinky prostredníctvom svojho vplyvu na tvorbu pracovných miest z hľadiska hospodárstva ako celku pozitívne, eventuality výhody zmien finančných premenných nemusia byť medzi rôznymi hospodárskymi sektormi a subjektmi rovnomerne rozložené. Tento box objasňuje distribučné dôsledky opatrení menovej politiky, ktoré ECB prijala v posledných rokoch, od priamych finančných kanálov až po menej priame účinky na rast a trh práce.<sup>45</sup>

Distribučné účinky menovej politiky sa v prvom rade prejavujú prostredníctvom finančných kanálov a ovplyvňujú finančné príjmy i majetok. Keď centrálna banka zníži úrokové sadzby alebo uskutoční nákup aktív a tým spôsobí pokles úrokových mier na rôznych trhoch a v rôznych kategóriách splatností, dochádza k nevyhnutnej redistribúcii finančných príjmov v rámci sektorov a domácností v závislosti od ich čistej finančnej pozície, t. j. podľa toho, či ide o čistých sporiteľov alebo čistých dlžníkov. Analýza zmien čistých úrokových výnosov v priebehu posledných rokov tak môže byť zdrojom dôležitých informácií o distribučných účinkoch nízkych úrokových mier, keďže tento komponent finančného príjmu je menovou politikou ovplyvňovaný najbezprostrednejšie. Vplyv klesajúcich úrokových mier na čisté úrokové výnosy (tzn. rozdiel medzi prijatými a zaplatenými úrokmi) je možné odhadnúť na základe toho, ako sa menili výnosy z existujúcich zásob aktív a pasív počas krízy. Pokiaľ ide o eurozónu ako celok, finančné korporácie celkovo počas obdobia od druhého štvrťroka 2014 do tretieho štvrťroka 2016 dosiahli nižšie úrokové výnosy, zatiaľ čo nefinančné korporácie a vlády zaznamenali nižšie čisté úrokové náklady (graf A).<sup>46</sup> Sektor domácností, o ktorom sa často predpokladá, že vzhľadom na svoju pozíciu čistého sporiteľa utrpel značné straty, v skutočnosti zaznamenal len mierny pokles čistých úrokových výnosov. Graf A na porovnanie znázorňuje zmeny čistých úrokových výnosov od roku 2008. Z grafu vyplýva, že účinky sa v skutočnosti v najväčšom rozsahu prejavili už pred zavedením zápornej sadzby jednodňových sterilizačných operácií ECB v júni 2014 a začiatkom nákupov cenných papierov verejného sektora v marci 2015.

Za sektorovými agregátmi sa však skrýva výrazný rozptyl účinkov medzi jednotlivými domácnosťami. Meranie účinkov na individuálnej úrovni nie je jednoduché, no určité závery je možné odvodiť z prieskumu Eurosystemu zameraného na finančnú situáciu a spotrebu domácností (Eurosystem's Household Finance and Consumption Survey). Prieskum sa doteraz uskutočnil

<sup>44</sup> Podrobnejšie informácie o základných faktoroch nízkych úrokových mier sú v boxe s názvom Prečo sú úrokové sadzby také nízke? *Výročná správa*, ECB, 2015.

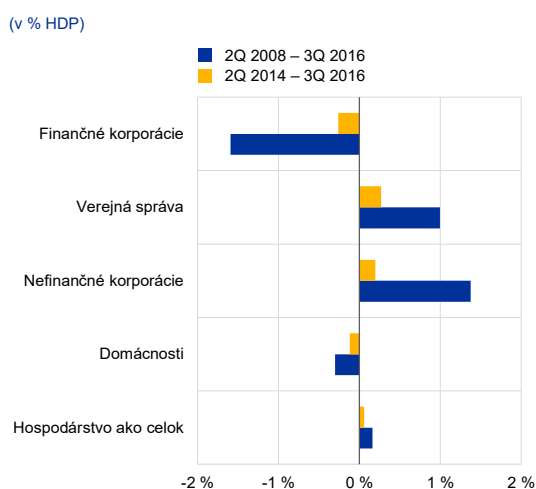
<sup>45</sup> Súvisiace informácie sú aj v príhovore Maria Draghiho: Stability, equity and monetary policy, 2nd DIW Europe Lecture, German Institute for Economic Research (DIW), Berlín, 25. október 2016.

<sup>46</sup> Rýchlosť, akou sa prejavujú zmeny úrokových sadzieb, závisí od splatnosti aktíva či pasíva. Výpočty vychádzajú zo skutočných úrokových tokov zo sektorových účtov, ktoré implicitne odrážajú štruktúru splatností sektorových súvah.

dvakrát, v roku 2010 a 2014, takže umožňuje porovnať, ako sa s poklesom úrokových mier zmenil čistý finančný príjem rôznych domácností.<sup>47</sup> Pokiaľ ide o eurozónu ako celok, čistý finančný príjem ako podiel celkového príjmu domácností mierne klesol, čo zodpovedá sektorovým údajom znázorneným v grafe A. Základom tohto poklesu však bol progresívny distribučný účinok medzi domácnosťami. Pozícia domácností s najnižšou hodnotou čistého majetku zostala vzhľadom na zníženie ich dlhových platieb a súčasný pokles ich príjmov z finančných investícií zhruba nezmenená, zatiaľ čo najbohatšie domácnosti stratili najviac, keďže ich finančné aktíva výrazne prekračujú ich dlh (graf B).

### Graf A

#### Zmeny čistých úrokových výnosov v rámci sektorov

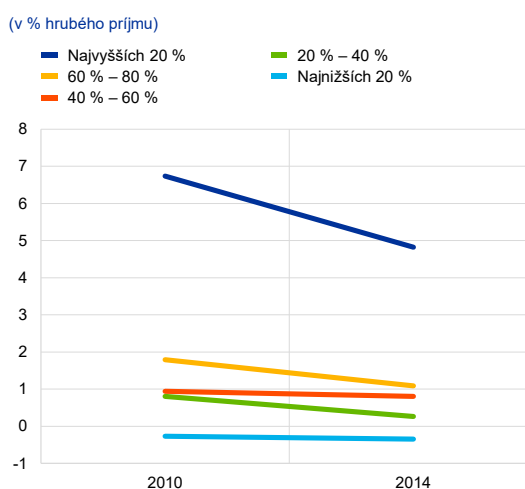


Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje zmeny kĺzavého priemeru čistých úrokových výnosov za štyri štvrťroky, v období od druhého štvrťroku 2008 do tretieho štvrťroku 2016, a od druhého štvrťroku 2014 do tretieho štvrťroku 2016. S cieľom vylúčiť vplyv zmien stavu aktív/pasív na čisté úrokové výnosy sa zmeny počítajú uplatnením mier návratnosti aktív a pasív na hypotetické stavy aktív a pasív v prvom štvrťroku 2008 a prvom štvrťroku 2014. Zmeny čistých úrokových výnosov sú vyjadrené v percentách HDP na základe pevne stanovenej hodnoty HDP v príslušných východiskových bodoch. Úrokové platby/výnosy sú uvedené po alokácii nepriamo meraných služieb finančného sprostredkovania (FISIM).

### Graf B

#### Čistý finančný príjem domácností



Zdroj: Prieskum Eurosystému zameraný na finančnú situáciu a spotrebu domácností (2010 a 2014).

Poznámka: Percentuálne intervaly vyjadrujú triedy čistého majetku, napr. najnižších 20 % predstavuje pätinu domácností s najnižšou hodnotou čistého majetku. Čisté finančné toky sa počítajú ako príjem z finančných investícií po odpočítaní celkových dlhových platieb. Percentuálny podiel sa počíta ako pomer súčtu čistých finančných tokov domácností v každej triede čistého majetku k súčtu príjmov za všetky domácnosti v danej triede čistého majetku.

Druhým finančným kanálom distribučných dôsledkov menovej politiky sú majetkové účinky. Aj v tejto oblasti je užitočným zdrojom informácií prieskum finančnej situácie a spotreby domácností. Domácnosti v eurozóne, ktoré vlastnia finančné aktíva, ako napr. akcie a dlhopisy, sú výrazne koncentrované v najvyššej triede distribúcie čistého majetku. To znamená, že z kapitálových výnosov na akciových a dlhopisových trhoch profituje len pomerne malá časť obyvateľstva; tri štvrtiny obyvateľstva z takýchto výnosov neťažia. Vlastníctvo nehnuteľností na bývanie je však naopak medzi rôznymi skupinami rozložené rovnomernejšie. Z rastu cien nehnuteľností na bývanie tak mala úžitok aj mediánová domácnosť.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Čistý finančný príjem je príjem domácností z finančných investícií (úroky a dividendy) po odpočítaní ich celkových splátok dlhu.

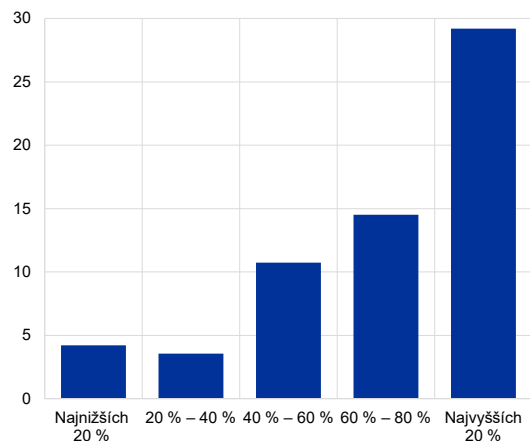
<sup>48</sup> Viac informácií uvádzajú Adam, K. a Tzamourani, P. v práci *Distributional consequences of asset price inflation in the euro area*, *European Economic Review*, roč. 89, 2016, s. 172 – 192.

Pri hodnotení majetkových účinkov je najviac relevantným obdobie od polovice roka 2014, pretože za príčinu inflácie cien aktív sa považujú hlavne nákupy aktív. Informácie o absolútnych a relatívnych majetkových účinkoch na rôzne majetkové triedy počas tohto obdobia je možné získať pomocou odhadu, ako by sa vyvíjala hodnota stavu majetku z polovice roka 2014 (posledné dostupné údaje), ak by na ňu mali vplyv iba následné zmeny cien akcií, dlhopisov a nehnuteľností na bývanie.<sup>49</sup> Pokiaľ ide o eurozónu, výsledkom je absolútny zisk: domácnosti vo všetkých majetkových triedach zaznamenali zvýšenie hodnoty majetku (ako podielu ich priemerného príjmu), pretože ceny nehnuteľností na bývanie v rámci eurozóny počas tohto obdobia vzrástli, zatiaľ čo ceny dlhopisov sa v priemere zvýšili len mierne a ceny akcií sa dokonca v priemere znížili. Bohatšie domácnosti však v relatívnom vyjadrení profitovali viac ako menej majetné domácnosti (graf C).

### Graf C

#### Odhadovaná zmena hodnoty čistého majetku domácností

(zmena (v percentuálnych bodoch) priemernej hodnoty čistého majetku ako percentuálny podiel priemerného hrubého príjmu v danej majetkovej triede, druhý štvrťrok 2014 – druhý štvrťrok 2016)



Zdroj: Simulácie ECB a prieskum Eurosystemu zameraný na finančnú situáciu a spotrebu domácností.

Poznámka: Percentuálne intervaly vyjadrujú triedy čistého majetku, napr. najnižších 20 % predstavuje pätinu domácností s najnižšou hodnotou čistého majetku.

bankových úverov a k trendu rastu objemu úverov. Čiastočne k tomu prispelo znižovanie finančnej fragmentácie pozorovanej v rokoch 2011 až 2012. Svoju úlohu však zohral aj ďalší faktor: opatrenia ECB pomohli prelomiť začarovaný kruh medzi sadzbami bankových úverov, makroekonomickými výsledkami a vnímaným kreditným rizikom v zraniteľných krajinách. Uvoľnenie úverových podmienok pomohlo znížiť nepriaznivý distribučný účinok v súvislosti s prístupom k financiám, z čoho teraz ťaží agregátny dopyt.

S posilnením hospodárskej aktivity klesla miera nezamestnanosti. Zlepšovanie finančných podmienok, ktoré je výsledkom menovopolitických opatrení ECB, prispieva k poskytovaniu úverov domácnostiam a podnikom, čo vedie k zvyšovaniu spotreby (tovarov dlhodobej spotreby) a investičnej aktivity. Tým zasa dochádza k podpore hospodárskeho rastu a zamestnanosti (graf D).

Súčasťou vyváženého hodnotenia celkových distribučných účinkov menovej politiky musia byť aj makroekonomické účinky. Aj keď nízke úrokové miery a vysoké ceny aktív nemusia byť prospešné pre všetky sektory a jednotlivcov, v strednodobom horizonte sa prejavujú aj pozitívne distribučné účinky, ktoré zvyšujú celkový dopyt, znižujú nezamestnanosť a prispievajú k cenovej stabilite, čím celkovo dochádza k znižovaniu nerovnosti.

Odkedy ECB v júni 2014 zaviedla súbor opatrení zameraný na uvoľnenie úverových podmienok, eurozóna ťaží z oživenia, ktoré je plošnejšie a vychádza z domáceho dopytu. V období od roku 2009 do roku 2011 bola situácia odlišná – vtedy pozorované oživenie sa do značnej miery opieralo o čistý vývoz (box 2, graf A). Hoci presné vymedzenie vplyvu menovej politiky na tento vývoj je zložité, je vidieť, že v dôsledku opatrení ECB od júna 2014 dochádza k celkovému poklesu sadzieb

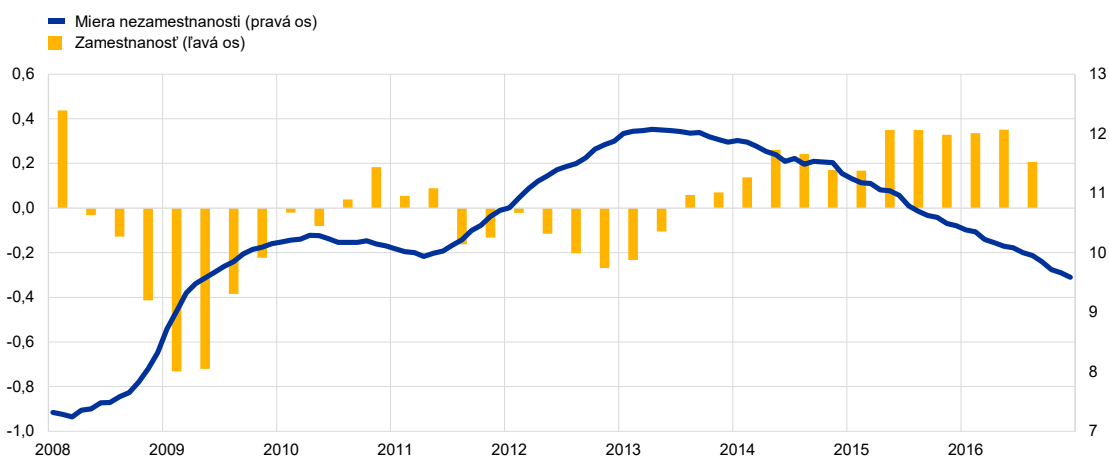
<sup>49</sup> Simulácia predpokladá, že za zmenami zložiek majetku od polovice roka 2014 do polovice roka 2016 stojí vývoj cien nehnuteľností na bývanie, akcií a dlhopisov v jednotlivých krajinách. Následne vyvodzuje predpoklady zmien hodnoty čistého majetku jednotlivých domácností, ktoré závisia od podielu jednotlivých aktív v držbe jednotlivých domácností.

Z tvorby nových pracovných miest by mali ťažiť predovšetkým domácnosti, keďže ich zamestnanosť od stavu hospodárstva závisí najviac. Tento jav pritom vedie k ďalšej podpore hospodárskeho rastu, keďže domácnosti s nižšími príjmami majú zvyčajne väčší hraničný sklon k spotrebe. Potvrzuje to aj nedávne obdobie výrazného rastu zamestnanosti, počas ktorého zároveň dochádzalo k rýchlemu zvyšovaniu reálneho disponibilného príjmu a spotreby (graf E).

## Graf D

### Vývoj na trhu práce

(štvrťročná percentuálna zmena (zamestnanosť), % (nezamestnanosť))



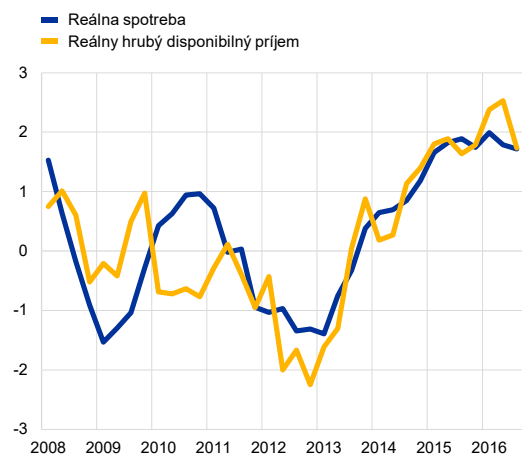
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2016 (zamestnanosť) a december 2016 (miera nezamestnanosti).

## Graf E

### Spotreba a reálny hrubý disponibilný príjem

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2016.

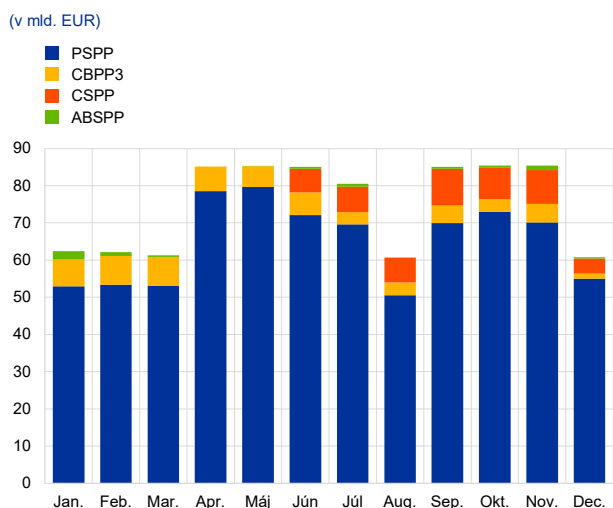
ECB monitoruje distribučné dôsledky svojej menovej politiky, keďže majú vplyv na jej transmisiu a tým aj na vývoj inflácie. Vzhľadom na hlavný cieľ menovej politiky, ktorým je cenová stabilita, však odstraňovanie prípadných neželaných redistribučných vplyvov nepatrí do jej pôsobnosti. Vlády môžu distribúciu príjmov a majetku ovplyvňovať prostredníctvom vhodných politík, predovšetkým cieľených rozpočtových opatrení. Je nevyhnutné, aby sa popri akomodačnej menovej politike ECB uplatňovali rozhodnejšie prorastové štrukturálne a rozpočtové politiky s cieľom urýchliť návrat hospodárstva eurozóny na úroveň potenciálneho HDP a zrýchliť rast potenciálnej produkcie. Došlo by tak k zníženiu tlaku vyvíjaného na menovú politiku a ECB by sa v rámci jej výkonu mohla vrátiť k svojmu štandardnému súboru nástrojov – vrátane kladných úrokových sadzieb.

## 2.2 Vplyv menovej politiky na finančné a ekonomické podmienky

### Komplexné menovopolitické opatrenia ECB naďalej účinným spôsobom zabezpečovali výraznú mieru menovej akomodácie

Opatrenia menovej politiky zavedené od polovice roka 2014, keď ECB po prvýkrát prijala rozsiahle kroky na uvoľnenie menovej politiky vrátane opatrení zameraných na uvoľnenie úverových podmienok, boli kľúčovým faktorom hospodárskeho oživenia v eurozóne. Komplexné menovopolitické opatrenia, ako napríklad nákupy aktív, ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (TLTRO) a nízke úrokové sadzby, sa aj naďalej premietajú do reálnej ekonomiky. Vďaka nim došlo k značnému uvoľneniu podmienok úverovania domácností a podnikov a posilneniu úverovej dynamiky, čo viedlo k zvýšeniu celkovej spotreby v eurozóne.

**Graf 24**  
Mesačné nákupy v rámci programu nákupu aktív v roku 2016



Zdroj: ECB.

Výsledkom čistých nákupov v rámci programu nákupu aktív (APP), v ktorom sa prostredníctvom jeho štyroch podprogramov (programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP), programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP), tretieho programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3) a programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP)) uskutočňuje nákup širokého spektra cenných papierov súkromného a verejného sektora, bola výrazná miera menovej akomodácie. Realizácia programu APP v roku 2016 prebiehala naďalej hladko. Vďaka pružnosti realizácie programu APP bolo možné udržiavať celkový priemerný mesačný objem nákupov v súlade s cieľom stanoveným Radou guvernérov, tzn. na úrovni 60 mld. € za mesiac (od januára do marca 2016), resp. 80 mld. € (počas zvyšku roka). V auguste a decembri, keď je likvidita trhu zvyčajne nižšia, bol však objem nákupov mierne nižší, zatiaľ čo v ostatných mesiacoch bol mierne vyšší. Na celkových nákupoch mal aj naďalej zďaleka najväčší podiel program PSPP (graf 24).

### Vplyv opatrení ECB sa naďalej účinne prejavoval prostredníctvom finančných trhov a bankového systému

Účinok opatrení menovej politiky ECB na referenčné finančné aktíva je výrazný. V dôsledku nákupov Eurosystému a prostredia nízkych úrokových mier došlo od polovice roka 2014 predovšetkým k značnému poklesu mier peňažného trhu a výnosov štátnych dlhopisov.<sup>50</sup> Na konci roka 2016 menová politika ECB tiež do

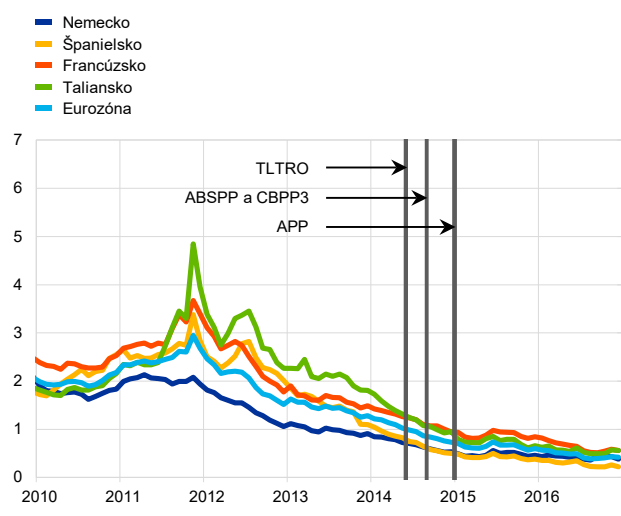
<sup>50</sup> Od polovice roka 2014 klesol priemer výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP o približne 90 bázických bodov. Celkovo klesajúci trend bol prerušený ku koncu roka 2016, keď sa výnosy štátnych dlhopisov v prostredí zvýšenej politickej neistoty prispôsobili globálnemu trendu rastu.

istej miery pomohla ochrániť podmienky na dlhopisových trhoch eurozóny pred účinkom rastúcich výnosov štátnych dlhopisov v Spojených štátoch. Opatrenia ECB mali vplyv aj na vývoj ďalších segmentov finančných trhov. Preskupovanie portfólií a pozitívne makroekonomické účinky veľmi výraznej miery menovej akomodácie napríklad podľa všetkého prispeli k oživeniu cien akcií. Nominálny efektívny výmenný kurz eura sa v roku 2016 celkovo znížil.

## Graf 25

### Kompozitné náklady bánk na dlhové financovanie

(kompozitné náklady na vkladové a nezabezpečené trhové dlhové financovanie, v % p. a.)



Zdroj: ECB, Merrill Lynch Global Index a výpočty ECB.

Menovopolitické opatrenia ECB prispeli k výraznému zlepšeniu podmienok financovania bánk, a to dvoma spôsobmi. Po prvé, nástroje bankového financovania patrili medzi triedy aktív, ktoré zaznamenali výrazné zníženie strednodobých až dlhodobých výnosov. K tomuto vývoju prispeli účinky preskupovania portfólií v dôsledku nákupov aktív uskutočňovaných Eurosystémom a účinky nedostatočnej ponuky v dôsledku zníženej emisie dlhopisov zo strany bánk, ktoré namiesto toho získavali prostriedky v operáciách TLTRO.<sup>51</sup> Výsledkom bol výrazný pokles kompozitných nákladov bánk na dlhové financovanie (graf 25). Po druhé, pred nákladnejším krátkodobým trhovým financovaním banky naďalej uprednostňovali financovanie prostredníctvom operácií TLTRO (a okrem toho využívali aj možnosť prejsť z TLTRO-I na lacnejšie TLTRO-II).<sup>52</sup> V roku 2016 sa uskutočnili tri z plánovaných štyroch operácií TLTRO-II; posledná je naplánovaná na marec 2017.<sup>53</sup> Celkový objem čerpaných prostriedkov do konca roka 2016 dosiahol

506,7 mld. €, čo predstavuje približne 43 % celkového potenciálneho objemu financovania bánk v rámci programu TLTRO-II.

Celkový vplyv programu APP a zápornej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na ziskovosť bánk bol obmedzený, keďže ich účinky na rôzne komponenty bankových príjmov sa v prevažnej miere navzájom zneutralizovali (graf 26). Tieto dve opatrenia na jednej strane viedli k poklesu úrokových mier širokého spektra finančných aktív, zúženiu úrokových marží a tým aj k zníženiu čistých úrokových výnosov. Zvýšenie trhovej hodnoty štátnych dlhopisov v držbe bánk však na druhej strane viedlo ku kapitálovým ziskom. Pozitívne účinky nedávnych menovopolitických opatrení na výhľad hospodárskeho vývoja navyše prispeli k zvyšovaniu objemu úverov a zlepšovaniu kreditnej kvality.

<sup>51</sup> Prvá séria operácií TLTRO (TLTRO-I) bola oznámená 5. júna 2014, druhá séria (TLTRO-II) 10. marca 2016. Ďalšie informácie o programe TLTRO-I sú v súvisiacej [tlačovej správe](#); podrobnejšie informácie o programe TLTRO-II sú v časti 2.1 kapitoly 1.

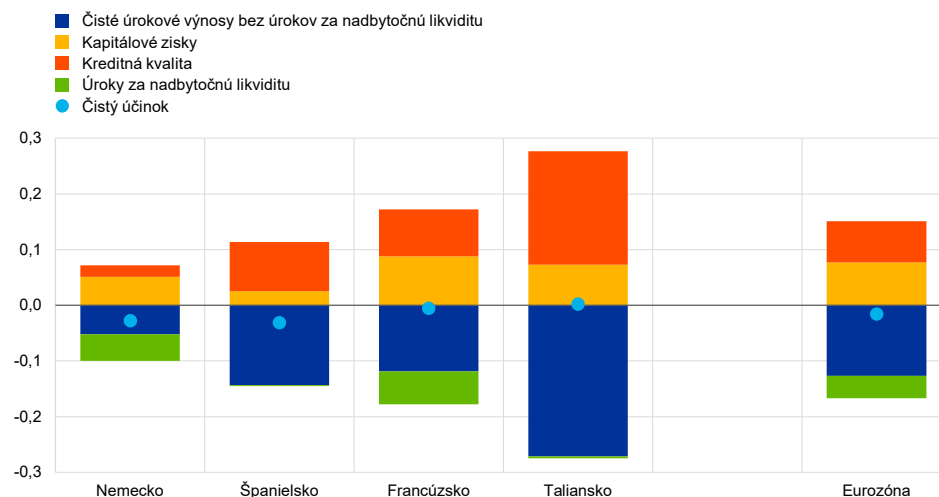
<sup>52</sup> V roku 2016 boli prostriedky TLTRO-I v hodnote 333 mld. € nahradené prostriedkami TLTRO-II. Prvé tri operácie TLTRO-II viedli k odhadovanému zníženiu nákladov na financovanie v rozsahu 11 bázických bodov.

<sup>53</sup> Vyrovnanie operácií TLTRO-II bolo naplánované na jún, september a december 2016 a na marec 2017. Posledná operácia tak bude splatná v marci 2021.

## Graf 26

### Ziskovosť bánk, program APP a záporná sadzba jednodňových sterilizačných operácií

(2014 – 2017; príspevok k návratnosti aktív v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Európsky orgán pre bankovníctvo, ECB a odhady ECB.

Poznámka: Kapitálové zisky vychádzajú z konsolidovaných údajov za 68 bankových skupín v eurozóne zaradených do zoznamu významných inštitúcií pod priamym dohľadom ECB, ktoré sa v roku 2014 podrobili záťažovému testu na úrovni EÚ. Údaje za eurozónu sú vypočítané ako vážený priemer za krajiny zahrnuté do vzorky na základe konsolidovaných bankových údajov o váhe bankových systémov jednotlivých krajín v eurozóne ako celku.

## Podniky v eurozóne ťažili z akomodačného nastavenia menovej politiky ECB

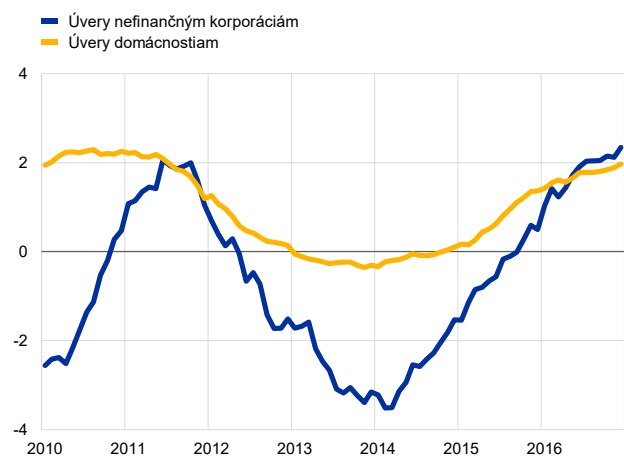
Účinok menových stimulov na podmienky úverovania a tvorbu bankových úverov bol pozoruhodný. Od júna 2014 došlo k značnému poklesu úrokových mier v rámci širokého spektra tried aktív a úverových trhov. Podniky a domácnosti v eurozóne tak mohli ťažiť z priaznivejších úverových podmienok. Úrokové sadzby bankových úverov pre podniky napríklad od júna 2014 do decembra 2016 klesli o viac ako 110 bázických bodov (graf 19).

Uvoľnenie podmienok počítajú aj malé a stredné podniky, ktoré sú hlavnou oporou hospodárstva eurozóny a pre ktoré sú bankové úvery významným zdrojom financovania. Podmienky poskytovania bankových úverov malým a stredným podnikom sa ďalej zlepšili: úrokové sadzby veľmi malých bankových úverov poskytovaných podnikom sa od mája 2014 znížili o približne 180 bázických bodov. V prieskume o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu navyše malé a stredné podniky naďalej potvrdzovali zlepšovanie prístupu k úverom a zvýšenú ochotu bánk poskytovať úvery s výhodnejšími úrokovými sadzbami.<sup>54</sup> Nové bankové úvery podniky aj naďalej používajú najmä na financovanie investičných projektov, zásob a prevádzkového kapitálu.

<sup>54</sup> Ďalšie informácie sú v dokumente [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#) – April to September 2016, ECB, november 2016.

**Graf 27****Úvery PFI poskytované nefinančným korporáciám a domácnostiam**

(ročná percentuálna zmena, očistená od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Nákupy aktív uskutočňované Eurosystemom a prostredie nízkych úrokových mier motivovali banky poskytovať viac úverov, napríklad znížením atraktívnosti investovania do menej výnosných cenných papierov. K motivácii poskytovať väčší objem úverov prispelo aj zníženie nákladov na získanie financovania prostredníctvom operácií TLTRO-II pre tie banky, ktoré aktívne poskytujú úvery (náklady bánk na získanie financovania prostredníctvom TLTRO-II sú nižšie, ak ich úverové toky prekročia určitú referenčnú hodnotu). Ako potvrdili výsledky prieskumu bankových úverov v eurozóne, došlo tak k uvoľneniu úverových štandardov a zlepšeniu podmienok bankových úverov.<sup>55</sup> Vzhľadom na rastúci dopyt po úveroch tak v eurozóne pokračovalo postupné oživovanie poskytovania úverov súkromnému sektoru. Od mája 2014 do decembra 2016 sa ročná miera rastu úverov domácnostiam zvýšila z -0,1 % na 2,0 %; ročná miera rastu úverov nefinančným korporáciám sa zvýšila z -2,9 % na 2,3 % (graf 27).

Počiatkové údaje o vplyve programu CSPP na uvoľnenie podmienok financovania boli povzbudivé. Oznámenie programu CSPP dňa 10. marca 2016 výrazne prispelo k prebiehajúcejmu znižovaniu spreadov medzi výnosmi dlhopisov vydaných nefinančnými korporáciami a bezrizikovou sadzbou (graf 28).<sup>56</sup> Program CSPP navyše počas roka podporil emisiu podnikových dlhopisov denominovaných v eurách (graf 29). V neposlednom rade sa v dôsledku preskupovania portfólií zvýšil aj dopyt po dlhopisoch, ktoré v rámci programu CSPP nie sú akceptovateľné, čo viedlo k zvýšeniu ich emisie. Program CSPP tiež významným spôsobom ovplyvnil podmienky financovania podnikov, keďže banky vzhľadom na proces nahrádzania bankových úverov emisiou podnikových dlhopisov v prieskumoch vykazovali silnejšie konkurenčné tlaky a výraznejší pokles marží v prípade úverov veľkým podnikom.

Realizácia programu CSPP prebiehala v súlade s pôvodným zámerom oznámeným pri jeho zavedení, ktorý predpokladal náležitú diverzifikáciu nákupov, pokiaľ ide o rôzne ratingy, sektory, krajiny a emitentov. K 31. decembru 2016 mal Eurosystem v držbe nebankové podnikové dlhopisy vydané 225 rôznymi emitentmi v hodnote približne 51 mld. €.

<sup>55</sup> Operácie TLTRO, program nákupu aktív a záporná úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií podľa bánk prispeli k priaznivejším úverovým podmienkam. Súčasťou prieskumu bankových úverov v júli 2016 ([July 2016 bank lending survey](#)) boli špecifické otázky o vplyve operácií TLTRO. Súčasťou prieskumu bankových úverov v októbri 2016 ([October 2016 bank lending survey](#)) boli špecifické otázky o vplyve programu APP a zápornej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na podmienky a objem poskytovaných úverov.

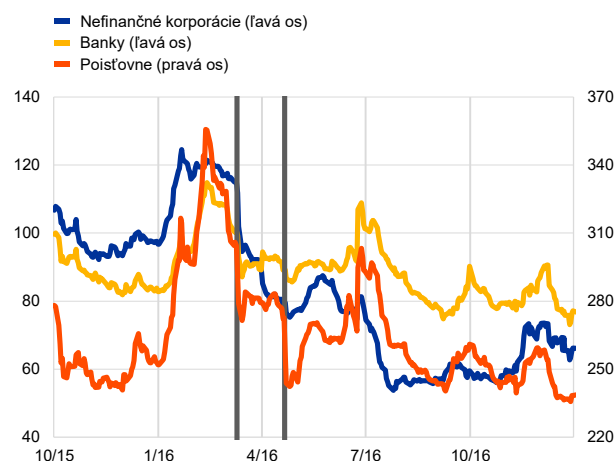
<sup>56</sup> Z empirických odhadov vyplýva, že príčinou tohto poklesu bolo v prevažnej miere zavedenie programu CSPP. Ďalšie informácie sú v boxe [The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.



**Graf 28**

Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa

(v bázičných bodoch)



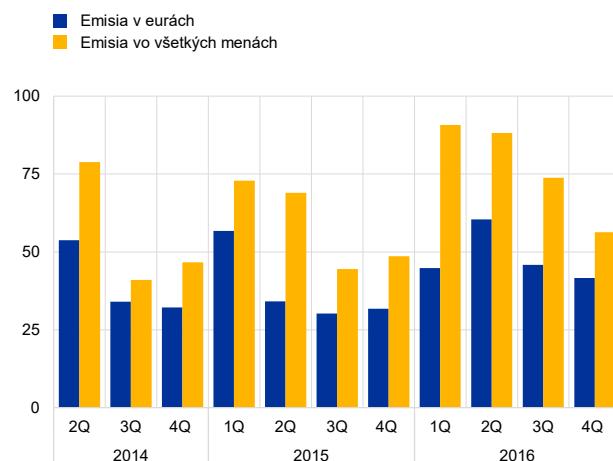
Zdroj: Markit a Bloomberg.

Poznámka: Spready podnikových dlhopisov sa merajú na základe swapových spreadov. Zvislé čiary označujú zasadania Rady guvernérov 10. marca a 21. apríla. Indexy zahŕňajú aj podriadené dlhopisy.

**Graf 29**

Hrubá emisia dlhopisov nefinančnými korporáciami v eurozóne

(v mld. EUR)



Zdroj: Dealogic a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje zahŕňajú dlhopisy investičného i neinvestičného stupňa. Emisia v eurách označuje emisiu nových dlhopisov denominovaných v eurách nefinančnými korporáciami so sídlom v eurozóne. Emisia vo všetkých menách označuje emisiu všetkých nových dlhopisov nefinančnými korporáciami so sídlom v eurozóne.

## Akomodačná menová politika ECB výraznou mierou podporila makroekonomický vývoj v eurozóne

Celkovo mali opatrenia menovej politiky, ktoré ECB zaviedla od júna 2014, výrazný vplyv na makroekonomický vývoj. Hospodársky rast i vývoj inflácie v roku 2016 by boli bez týchto opatrení podstatne slabšie. Opatrenia ECB predovšetkým prispeli k zníženiu rizika deflácie.

### Box 6

#### Objem a zloženie súvahy Eurosystemu

Od začiatku finančnej krízy v rokoch 2007 – 2008 Eurosystem prostredníctvom svojej súvahy uskutočnil rôzne intervenčné opatrenia, pričom v priebehu času menil jej objem a zloženie. Tieto intervenčné opatrenia zahŕňajú operácie na poskytnutie financovania zmluvným stranám, ako aj nákupy aktív v rôznych segmentoch trhu v záujme zlepšenia transmisie menovej politiky a uvoľnenia podmienok financovania v eurozóne. Ku koncu roka 2016 dosiahol objem súvahy Eurosystemu historické maximum: 3,7 bil. €.

Na začiatku júna 2014, predtým, ako Rada guvernérov rozhodla o sérii menovopolitických opatrení, predstavovali menovopolitická aktíva 40 % všetkých aktív v súvahe Eurosystemu. Ich súčasťou boli úvery poskytnuté úverovým inštitúciám v eurozóne, ktoré predstavovali 30 % všetkých aktív (nasledujúci graf) a cenné papiere držané na účely menovej politiky (aktíva nadobudnuté v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a počiatočných programov nákupu krytých dlhopisov), ktoré predstavovali približne 10 % všetkých aktív. Ostatné finančné aktíva tvorili najmä: i) cudzie meny a zlato v držbe Eurosystemu, ii) nemenovopolitické portfóliá denominované v eurách, iii) núdzová

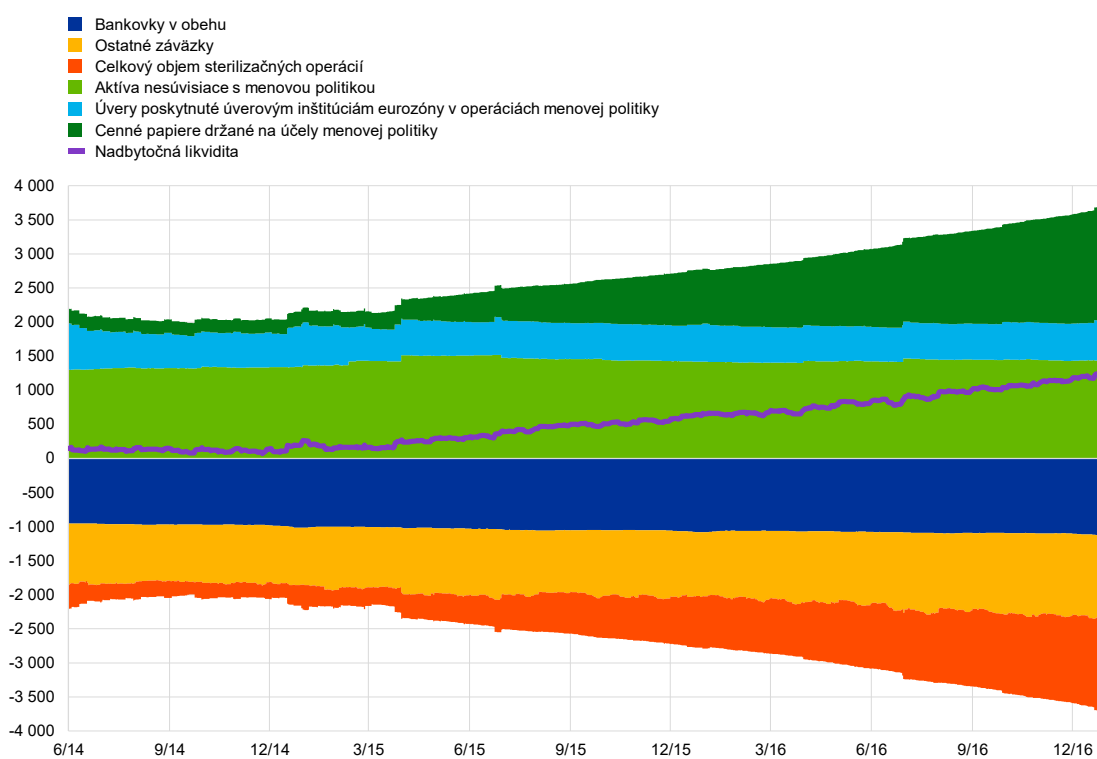
likvidita poskytnutá niektorými národnými centrálnymi bankami Eurosystemu solventným inštitúciám s prechodnými ťažkosťami s likviditou. Na tieto ostatné finančné aktíva sa vzťahujú vykazovacie požiadavky a obmedzenia Eurosystemu súvisiace so zákazom menového financovania, ako aj požiadavka, aby nenarúšali menovú politiku. Príslušné požiadavky a obmedzenia sú stanovené v rôznych právnych textoch.<sup>57</sup>

Na strane pasív predstavovali bankovky v obehu – zásadná položka pasív centrálnych bánk – v júni 2014 približne 44 % celkových pasív. Podiel rezerv zmluvných strán<sup>58</sup> bol 16 %, zatiaľ čo ostatné záväzky vrátane základného imania a účtov precenenia predstavovali 40 %.

## Graf

### Vývoj konsolidovanej súvahy Eurosystemu

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Kladné hodnoty označujú aktíva, záporné hodnoty pasíva. Čiara označujúca nadbytočnú likviditu je znázornená ako kladná hodnota, hoci predstavuje súčet nasledujúcich položiek na strane pasív: zostatky na bežných účtoch nad rámec povinných minimálnych rezerv a vklady v rámci jednodňových sterilizačných operácií.

Opatrenia menovej politiky prijaté Radou guvernérov od júna 2014, predovšetkým rozšírený program nákupu aktív (APP), ktorý sa začal 9. marca 2015, viedli k expanzii i zmene zloženia súvahy Eurosystemu. Na konci roka 2016 predstavovali menovopolitické nástroje 61 % aktív, zatiaľ čo objem ostatných finančných aktív zostal na pomerne stabilnej úrovni. Na strane pasív došlo k zmene najmä v prípade rezerv zmluvných strán, ktoré vzrástli o 1 bil. € a na konci roka 2016

<sup>57</sup> Predovšetkým usmernenie ECB o domácich operáciách riadenia aktív a pasív zo strany národných centrálnych bánk (ECB/2014/9) a dohoda o čistých finančných aktívach (Agreement on Net Financial Assets – ANFA).

<sup>58</sup> Rezervy zmluvných strán zahŕňajú zostatky na bežných účtoch a vklady v rámci jednodňových sterilizačných operácií vedené v národných centrálnych bankách a termínované vklady na účely menovej politiky (počas obdobia, keď Eurosystem uskutočňoval tento druh operácií).

predstavovali 36 % všetkých pasív, zatiaľ čo podiel bankoviek v obehu sa v relatívnom vyjadrení znížil na 31 %.

### **Priemerná splatnosť portfólií a zastúpenie rôznych aktív a jurisdikcií**

ECB od začiatku programu APP zverejňuje týždenné informácie o vývoji držby aktív nadobudnutých v rámci jednotlivých programov, ktoré tvoria program APP. V prípade tretieho programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3), programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP) a programu nákupu aktív podnikového sektora (CSPP) okrem toho zverejňuje mesačné údaje s členením držaných aktív na nákupy na primárnom a sekundárnom trhu, a v prípade programu nákupu aktív verejného sektora (PSPP) mesačné údaje s členením podľa krajiny emitenta vrátane váženej priemernej splatnosti aktív.<sup>59</sup>

Na konci roka 2016 tvoril program PSPP najväčšiu časť programu nákupu aktív: jeho podiel na celkovom objeme cenných papierov nadobudnutých v rámci programu APP predstavoval 82 %. Alokácia nákupov aktív v rámci programu PSPP na domáce trhy jednotlivých národných centrálnych bánk sa riadi kľúčom na upisovanie základného imania ECB. ECB a národné centrálné banky majú pridelené individuálne kvóty, v rámci ktorých môžu nakupovať cenné papiere emitované ústrednými vládami a regionálnymi a miestnymi samosprávami, cenné papiere vydané určitými agentúrami usadenými v príslušných jurisdikciách a v prípade potreby aj cenné papiere vydané nadnárodnými inštitúciami.

Na konci roka 2016 predstavovala vážená priemerná splatnosť PSPP 8,3 roka (s určitými rozdielmi medzi jednotlivými jurisdikciami). Splaťnosť aktív nakupovaných Eurosystemom je relevantná z dvoch hľadísk. Na jednej strane umožňuje Eurosystemu absorbovať z trhu úrokové riziko a podporovať tak korekciu štruktúry portfólií investorov. Na druhej strane sa Eurosystem snaží o tržovo neutrálnu alokáciu aktív a pri nákupoch cenných papierov akceptovateľných splatností v jednotlivých jurisdikciách zohľadňuje štruktúru trhu so štátnymi dlhopismi krajín eurozóny. V súlade s [oznámením](#) z decembra 2015 sa budú splátky istiny splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu APP tak dlho, kým to bude nevyhnutné, reinvestovať, čím sa zabezpečí konštantný objem aktív APP po skončení čistého nákupu aktív.

### **Vývoj v oblasti refinančných operácií Eurosystemu**

Od začiatku júna 2014 sa objem nesplatených refinančných operácií Eurosystemu znížil o približne 84 mld. €. V tom čase prebiehalo splácanie značného objemu trojročných dlhodobějších refinančných operácií. Odvtedy došlo k predĺženiu profilu splatností úverových operácií Eurosystemu. Vážená priemerná splatnosť, ktorá v júni 2014 predstavovala približne šesť mesiacov, dosahovala na konci roka 2016 tri roky. Príčinou boli predovšetkým dve série cielených dlhodobějších refinančných operácií s počiatočnou splaťnosťou do štyroch rokov.

---

<sup>59</sup> Podrobnejšie informácie o vývoji držby aktív nadobudnutých v rámci programu APP sú na internetovej stránke ECB <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

### 3 Európsky finančný sektor: zvyšovanie odolnosti v podmienkach nízkej ziskovosti

V roku 2016 ECB v rámci pravidelného hodnotenia vznikajúcich rizík a odolnosti finančného systému zistila celý rad rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu v eurozóne. Celková hladina systémového napätia v eurozóne zostala napriek tomu obmedzená. Finančné inštitúcie napriek často nízkej ziskovosti v mnohých prípadoch dokázali zvýšiť mieru svojej odolnosti, okrem iného navyšovaním kapitálu.

Od založenia jednotného mechanizmu dohľadu (Single Supervisory Mechanism – SMM), ktorý tvorí ECB a príslušné vnútroštátne orgány krajín eurozóny, v novembri 2014 bol rok 2016 druhý celý rok, počas ktorého ECB plnila svoje makro- a mikroprudenciálne úlohy. ECB sa tiež podieľala na viacerých dôležitých regulačných iniciatívach a opatreniach zameraných na vytvorenie tretieho piliera bankovej únie – európskeho systému ochrany vkladov.

#### 3.1 Riziká a zraniteľné miesta vo finančnom systéme eurozóny

ECB sleduje vývoj finančnej stability v eurozóne a finančné systémy EÚ s cieľom identifikovať prípadné zraniteľné miesta a zdroje systémových rizík. V rámci plnenia tejto úlohy spolupracuje s ostatnými centrálnymi bankami Eurosystemu a Európskeho systému centrálnych bánk. Na vznik potenciálnych systémových rizík vo finančnom systéme reaguje makroprudenciálnymi opatreniami.

ECB predkladá svoju analýzu finančnej stability v rámci svojej polročnej správy o finančnej stabilite.<sup>60</sup> V oblasti analýzy finančnej stability ECB tiež poskytuje analytickú podporu Európskemu výboru pre systémové riziká (European Systemic Risk Board – ESRB).

#### Vlny turbulencií na svetových finančných trhoch v roku 2016 a obavy z vyhlíadok ziskovosti bánk v eurozóne

Celková hladina systémového napätia v eurozóne v roku 2016 napriek krátkym vlnám turbulencií na svetových finančných trhoch zostala obmedzená. Medzi zaznamenané turbulencie patrilo zhoršenie nálady na trhu začiatkom roka, vyvolané volatilitou cien akcií v Číne a obavami o nové trhové ekonomiky, a v neskoršej časti roka politická neistota zapríčinená výsledkom britského referenda o členstve v EÚ a prezidentských voľieb v Spojených štátoch. Ceny akcií bánk v eurozóne v roku 2016 zaznamenali fázy vysokej volatility, ktorá celkovo prispela k nárastu odhadovanej ceny kapitálu. Jednou z hlavných príčin tohto vývoja boli i naďalej obavy trhu z vyhlíadok ziskovosti bánk v eurozóne v prostredí pomalého hospodárskeho rastu a nízkych úrokových mier. Miestami prudší nárast systémového napätia však tlmila naďalej akomodačná povaha menovej politiky

<sup>60</sup> [Financial Stability Review](#), ECB, May 2016 a [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016.

a ustupujúce obavy trhu z vývoja v Číne, vďaka čomu štandardné ukazovatele napätia v bankovom, štátnom a finančnom sektore koncom roka zostávali na nízkej úrovni (graf 30).

### Graf 30

Kompozitné ukazovatele systémového napätia na finančných trhoch a trhoch so štátnymi dlhopismi a pravdepodobnosť zlyhania dvoch alebo viacerých bankových skupín

(január 2011 – december 2016)










Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Pravdepodobnosť zlyhania dvoch alebo viacerých veľkých a komplexných bankových skupín znamená pravdepodobnosť simultánneho zlyhania vo vzorke 15 veľkých a komplexných bankových skupín počas horizontu jedného roka.

V tomto prostredí boli v roku 2016 identifikované štyri hlavné riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v eurozóne (tabuľka 2). Vzhľadom na vyššiu politickú neistotu, zraniteľnosť rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a pomerne nízke trhové oceňovanie rizík vzrástla pravdepodobnosť globálneho preceňovania rizík. Investori zároveň v prostredí nízkych úrokových mier naďalej zvyšovali hladinu rizika vo svojich portfóliách. Pokiaľ ide o ceny aktív, výnosy podnikových dlhopisov v roku 2016 zostávali na nízkej úrovni, zatiaľ čo niektoré akciové trhy naopak vykazovali známky nadhodnotenia. V niektorých krajinách bolo tiež vidieť signály nadhodnocovania rezidenčných a komerčných nehnuteľností.

## Tabuľka 2

### Hlavné riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v eurozóne uvedené v správe o finančnej stabilite z novembra 2016

 výrazné systémové riziko		Súčasná úroveň (farba) a aktuálna zmena (šípka)*
 stredné systémové riziko		
 potenciálne systémové riziko		
Globálne preceňovanie rizík vedúce k finančnej kontaminácii, vyvolané zvýšenou politickou neistotou v rozvinutých ekonomikách a pokračujúcou citlivosťou rozvíjajúcich sa ekonomik		
Negatívna spätná väzba medzi nízkou ziskovosťou bánk a nízkym nominálnym rastom v spojitosti s potrebou znížovania vysokej úrovne problémových úverov v niektorých krajinách		
Návrat obáv týkajúcich sa udržateľnosti zadlženosti verejnej správy a nefinančného súkromného sektora v prostredí nízkeho nominálneho rastu, ak politická neistota povedie k zastaveniu reforiem na národnej a európskej úrovni		
Perspektívne napätie v sektore investičných fondov znásobujúce likviditné riziká a kontamináciu ďalších častí finančného sektora		

Zdroj: ECB.

\* Farba znázorňuje kumulovanú hladinu rizika, ktorá je kombináciou pravdepodobnosti naplnenia a odhadu pravdepodobného systémového dosahu určeného rizika v priebehu nasledujúcich 24 mesiacov, na základe názoru odborníkov ECB. Šípky ukazujú, či sa riziko od predchádzajúceho vydania správy o finančnej stabilite zvýšilo.

Medzi ďalšie hlavné problémy v roku 2016 patrili rôzne dôsledky bankovej krízy a krízy štátneho dlhu. Bankový sektor eurozóny bol napriek spomínanej odolnosti voči trhovému napätiu naďalej zraniteľný. Pomalý hospodársky rast a s ním súvisiace prostredie nízkych úrokových mier vyvíjali tlak na vyhliadky ziskovosti bánk v rozvinutých ekonomikách (graf 31). Napriek týmto ťažkostiam banky v posledných rokoch výrazne upevnili svoje kapitálové pozície (o čom svedčia aj závery celouňijného záťažového testu Európskeho orgánu pre bankovníctvo v roku 2016).

V niektorých krajinách eurozóny boli ziskové vyhliadky tiež tlmené štrukturálnym prebytkom kapacít a nedokončenou adaptáciou obchodných modelov v prostredí nízkych úrokových mier (box 7).

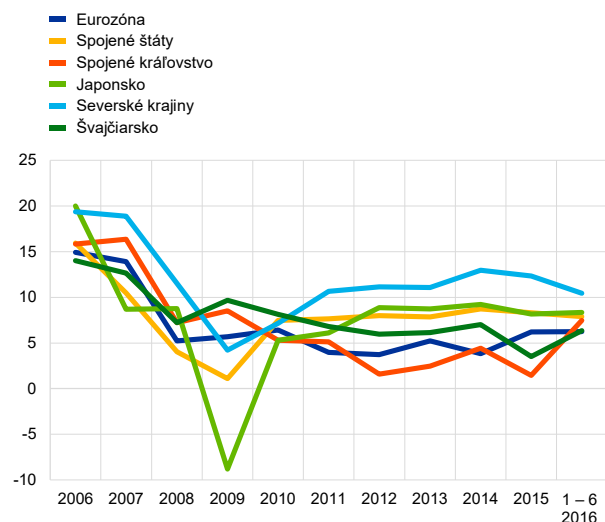
Okrem toho v niektorých krajinách eurozóny zostával vysoký objem problémových úverov (non-performing loans – NPL), ktorý spôsoboval obavy o budúcu ziskovosť bánk a finančnú stabilitu (box 8). Znižovanie ich stavu postupovalo i naďalej pomaly. Zo strany bánk bol jedným z dôvodov nedostatok prevádzkových kapacít a skúseností s riadením problémových úverov, ako aj kapitálové obmedzenia a nízka ziskovosť. Rýchlejšiemu riešeniu otázky problémových úverov tiež bránili štrukturálne faktory, napr. neefektívne konkurzné právo, kapacitne preťažené súdnictvo, obmedzené možnosti mimosúdneho vyrovnania, nedostatočne rozvinutý trh s problémovými úvermi, ako aj účtovné a daňové otázky.<sup>61</sup>

<sup>61</sup> Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. a O'Brien, E., Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area, [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016, Special Feature B.

### Graf 31

#### Medián návratnosti vlastného imania bánk v hlavných rozvinutých hospodárskych oblastiach

(2006 – 2016, v % ročne)



Zdroj: SNL Financial a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2016 sa vzťahujú na prvý polrok.

Riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v roku 2016 pramenili i z oblastí mimo bankového sektora. V prvom rade sa prehĺbili obavy týkajúce sa udržateľnosti dlhu verejnej správy a nefinančného sektora. Okrem toho sa tiež zvýšila miera riskovania v rýchlo rastúcom sektore investičných fondov. Hoci investičné fondy v eurozóne naďalej odolávali trhovému napätiu, odlev aktív z niektorých majetkových fondov v Spojenom kráľovstve v dôsledku výsledku referenda poukázal na nedostatky otvorených fondov (otvorené fondy sú oprávnené vydávať neobmedzený počet podielových listov, pričom investori môžu svoje investície kedykoľvek vypovedať). Tieto riziká boli znásobené absenciou systémovej perspektívy, pokiaľ ide o reguláciu tohto sektora, a následnými ťažkosťami pri prevencii narastania celosektorových rizík.

Štruktúrna analýza širšieho finančného sektora eurozóny vrátane poisťovní, penzijných fondov a tieňových bankových subjektov potvrdila, že nebankový finančný sektor v roku 2016 ďalej expandoval.<sup>62</sup> Bankový sektor v roku 2016 naďalej smeroval

k tradičnejším obchodným aktivitám. Presun z centrálnobankového a veľkoobchodného financovania ku vkladovému bol sprevádzaný poklesom miery dlhového financovania.

### Box 7

#### Rôznorodosť obchodných modelov bánk a ich adaptácia na prostredie nízkych úrokových mier

Neúplná adaptácia obchodných modelov bánk na prostredie nízkych úrokových mier je jedným z hlavných faktorov nízkej ziskovosti bánk v eurozóne. Pred finančnou krízou ich ziskovosť stimulovala vysoká miera dlhového financovania, lacné veľkoobchodné zdroje financovania a rizikové stratégie v oblasti hypotekárneho úverovania a sekuritizácie. Kríza ukázala, že niektoré z týchto stratégií boli neudržateľné. Zmeny rizikovej tolerancie bánk a investorov, ako aj zmeny v oblasti regulácie spôsobené krízou vyvolali transformáciu obchodných modelov bánk. Banky zredukovali veľkosť svojich súvah, rozšírili svoju kapitálovú základňu a obmedzili rizikové činnosti v prospech ťažiskových obchodných aktivít. V eurozóne tento vývoj celkovo viedol k prechodu z investičného bankovníctva a veľkoobchodných aktivít smerom k tradičnejším retailovým obchodom (graf A).<sup>63</sup>

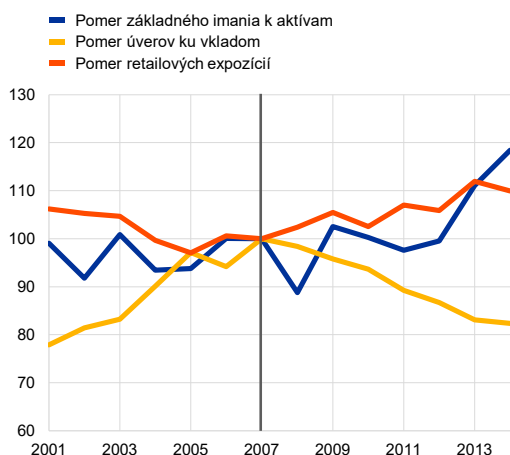
<sup>62</sup> Report on financial structures, ECB, October 2016.

<sup>63</sup> Kok, C., Moré, C. and Petrescu, M., Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability, *Financial Stability Review*, ECB, May 2016, Special Feature C.

## Graf A

Pokřížové zmeny základných znakov obchodných modelov významných bankových skupín v EÚ

(2001 – 2014; index: 2007 = 100)



Zdroj: Bloomberg, SNL Financial a výpočty ECB.

Poznámka: Index vychádza z hodnoty mediánu jednotlivých ukazovateľov. Retailový koeficient sa určuje ako pomer súčtu klientskych vkladov a (čistých) úverov k celkovým aktívam.

Často počuť názory, že v prostredí nízkeho rastu a nízkych úrokových mier by mohlo ziskovosť bánk stimulovať ďalšie prispôsobovanie obchodných modelov s dôrazom na zvyšovanie príjmov z poplatkov a provízií. Pri bližšom pohľade je však zjavné, že úspech takejto stratégie pravdepodobne závisí od konkrétneho obchodného modelu banky a teda aj od druhu príjmov z poplatkov a provízií, aké dokáže generovať.<sup>64</sup>

Obchodné modely bánk sa dajú klasifikovať podľa zastúpenia jednotlivých činností banky v jej súvahe. Podľa záverov analýzy ECB sú hlavnými určujúcimi faktormi obchodných modelov banky jej veľkosť, rozsah zahraničných expozícií a profil financovania (graf B).<sup>65</sup>

Naznačuje tiež, že na meranie účinku rôznych faktorov na bankový sektor je banky užitočné kategorizovať na správcovské banky, banky zamerané na retailové úvery, univerzálne banky, banky zamerané na poskytovanie

špecializovaných alebo sektorových úverov a veľké medzinárodné banky, napr. globálne systémovo dôležité banky (graf C) alebo v rámci bankového dohľadu vytvoriť referenčné porovnávacie skupiny na základe obchodného modelu.

V súvislosti so vzájomným pôsobením príjmov z poplatkov a provízií a obchodných modelov možno na základe aktuálnej analýzy ECB vyvodit' niekoľko záverov. Po prvé, vzhľadom na charakteristickú povahu ich obchodného modelu sa na príjmy z poplatkov a provízií najviac orientujú správcovské banky a správcovské spoločnosti (graf B). Kým v prípade univerzálnych a retailových bánk poplatky a provízie tvoria zvyčajne približne štvrtinu výnosov, minimálne v prípade špecializovaných úverových subjektov je tento príjem dôležitý.<sup>66</sup> Vzhľadom na ich obchodný model môže byť pre tieto špecializované úverové subjekty náročnejšie svoj príjem z poplatkov a provízií výrazne zvýšiť.

<sup>64</sup> Kok, C., Mirza, H., Moré, C. a Pancaro, C., Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income, *Financial Stability Review*, ECB, November 2016, Special Feature C.

<sup>65</sup> Franch, F. a Źochowski, D., A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics, *Financial Stability Review*, ECB, máj 2016, Special Feature C, Box 2.

<sup>66</sup> Kok, C., Mirza, H., Moré, C. a Pancaro, C., Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income, *Financial Stability Review*, ECB, November 2016, Special Feature C.

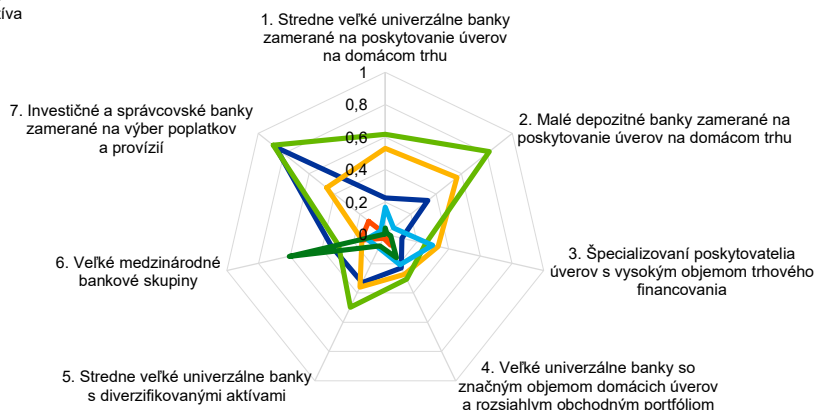


## Graf B

### Súvahová štruktúra rôznych obchodných modelov

(2014, pomery a percentuálne podiely celkových aktív a pasív, resp. celkových prevádzkových výnosov)

- Prijem z poplatkov a provízií
- Domáce expozície
- Obchodné aktíva
- Klientske úvery
- Medzibankové úvery
- Rizikovo vážené aktíva



Zdroj: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial a výpočty ECB.

Poznámka: Uvedené údaje pochádzajú zo súvah 113 významných inštitúcií pod dohľadom ECB. V grafe sú uvedené mediány premenných použitých na zoskupenie pre všetkých sedem skupín určených za rok 2014.

Po druhé, od roku 2012 príjem mnohých bánk z poplatkov a provízií rástol (graf C). V prípade správcovských spoločností a správcov cenných papierov ako aj univerzálnych bánk rast výnosov počas sledovaného obdobia kompenzoval nižšie čisté úrokové výnosy. Skutočnosť, že banky s odlišnými obchodnými modelmi zaznamenali kladné čisté úrokové výnosy i rast výnosov z poplatkov a provízií, naznačuje, že tvorba výnosov z poplatkov a provízií je pravdepodobne úzko spätá s ich bežnou obchodnou činnosťou. To, či čisté úrokové výnosy a príjmy z poplatkov a provízií možno považovať za doplnky alebo substitúty, preto závisí od obchodného modelu banky a zdroja generovaných príjmov z poplatkov a provízií.

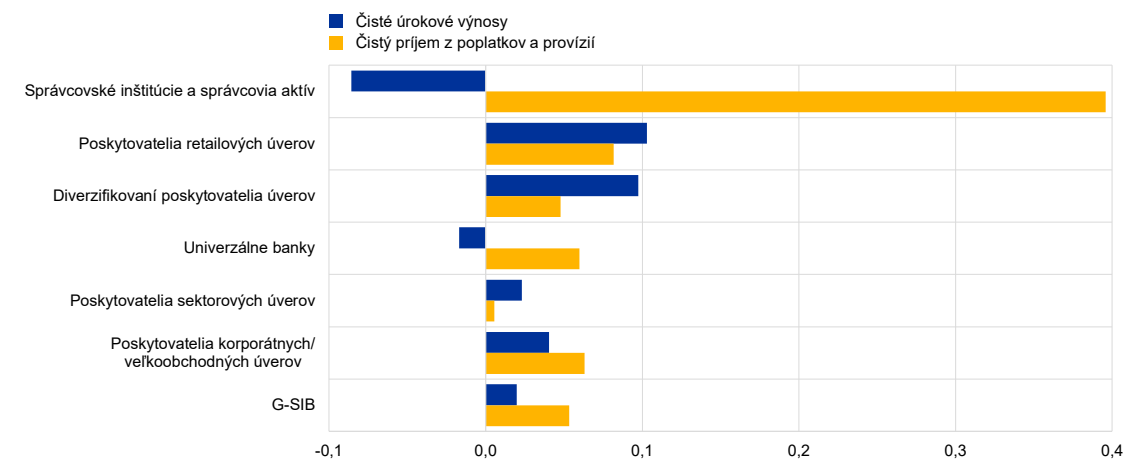
Po tretie, pri pohľade na dôsledky tohto vývoja na finančnú stabilitu je zrejmé, že odolnosť príjmov z poplatkov a provízií voči nepriaznivému makroekonomickému vývoju sa líši v závislosti od obchodného modelu.<sup>67</sup> Z rôznych možností tvorby príjmov z poplatkov a provízií vyplýva, že v prípade korporátnych/veľkoobchodných, odvetvových a retailových poskytovateľov úverov a univerzálnych bánk ide o potenciálne volatilnejší zdroj príjmov než v prípade diverzifikovaných poskytovateľov úverov a G-SIB. To znamená, že hoci v posledných rokoch rast výnosov z poplatkov a provízií v prípade niektorých uvedených obchodných modelov prispieval k diverzifikácii zdrojov príjmu, za nepriaznivejších okolností by mohol značne klesnúť.

<sup>67</sup> Pozri poznámku pod čiarou č. 66.

## Graf C

### Zmeny čistých úrokových výnosov a čistých výnosov z poplatkov a provízií významných inštitúcií v závislosti od obchodného modelu

(zmena čistých úrokových výnosov v pomere k celkovým aktívam a zmena čistých príjmov z poplatkov a provízií v pomere k celkovým aktívam za obdobie 2012 – 2015, v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB a SNL Financial.

Poznámka: Vzorku tvorí 94 významných inštitúcií pod dohľadom ECB. Univerzálne banky zahŕňajú i globálne systémovo dôležité banky (global systemically important banks – G-SIB), ktoré sú zároveň univerzálnymi bankami, pričom z G-SIB tieto banky boli vylúčené.

V neposlednom rade možno konštatovať, že hoci niektoré banky v rokoch 2007 až 2014 prešli na odlišný obchodný model, väčšina z nich zostala v tej istej skupine.<sup>68</sup> To znamená, že obchodné modely bánk sú zvyčajne pomerne nehybné a nedajú sa plynulo prispôbovať zmenám prostredia či očakávaným ťažkostiam. Z hľadiska finančnej stability možno počítať s určitými následkami, ak sú niektoré kategórie bánk v porovnaní s ostatnými viac náchylné na systémové napätie, pretože to by mohlo viesť ku koncentrácii systémového rizika.

## 3.2 Makroprudenciálna funkcia ECB

Zodpovednosť za rozhodnutia o makroprudenciálnych opatreniach v eurozóne nesú spoločne vnútroštátne orgány a ECB. Vnútroštátne orgány majú i naďalej právomoc prijímať makroprudenciálne opatrenia, ECB však nimi prijaté opatrenia môže doplniť v prípade makroprudenciálnych nástrojov, ktoré jej boli zverené legislatívou EÚ. Asymetrická povaha právomocí zodpovedá úlohe, ktorú má ECB plniť pri prekonávaní potenciálnej zaujatosti a výslednej nečinnosti na národnej úrovni.

V roku 2016 ECB spolu s vnútroštátnymi orgánmi pokračovala vo všeobecnej diskusii o používaní makroprudenciálnych nástrojov, na technickej i politickej úrovni. Účelom tejto diskusie je posúdiť primeranosť nastavenia makroprudenciálneho rámca vo všetkých krajinách podliehajúcich európskemu bankovému dohľadu.

<sup>68</sup> Pozri poznámku pod čiarou č. 66.

## Makroprudenciálna politika v roku 2016

V roku 2016 ECB v záujme zvýšenia transparentnosti a zdôraznenia významu makroprudenciálnej politiky zintenzívnila svoju úlohu v koordinácii makroprudenciálnej politiky a súvisiacej externej komunikácii. Rada guvernérov v nadväznosti na rokovania v Makroekonomickom fóre, zloženom z členov Rady guvernérov a Rady pre dohľad ECB, vydala svoje [prvé makroprudenciálne vyhlásenie](#). V marci a októbri boli tiež vydané prvé dve čísla Makroekonomického bulletinu ECB. Účelom bulletinu je zvýšiť transparentnosť makroprudenciálnej politiky, informovať o prebiehajúcim výskume makroprudenciálnych otázok a približovať spôsob jeho aplikácie vo vývoji politiky v ECB. Prvé číslo bulletinu sa tiež zaoberalo rámcom makroprudenciálnej politiky ECB a jeho väzbami na ďalšie makroprudenciálne fóra a procesy v EÚ.<sup>69</sup>

ECB tiež plnila svoj zákonný mandát posudzovať makroprudenciálne rozhodnutia vnútroštátnych orgánov v krajinách, na ktoré sa vzťahuje európsky bankový dohľad. Dostala oznámenia o viac než sto rozhodnutiach tohto druhu, z ktorých väčšina sa týkala určovania výšky proticyklických kapitálových rezerv a identifikácie systémovo dôležitých úverových inštitúcií a kalibrácie ich kapitálových rezerv. ECB tiež prijala notifikácie o implementácii rezervy na krytie systémového rizika a minimálnych rizikových váh v niektorých krajinách.

Všetkých 19 krajín eurozóny štvrtročne vyhodnocuje cyklické systémové riziká a stanovuje výšku proticyklickej kapitálovej rezervy. Vo väčšine krajín eurozóny cyklické riziká zostali obmedzené. Rada guvernérov s rozhodnutiami vnútroštátnych orgánov o výške proticyklických kapitálových rezerv súhlasila. Predovšetkým na Slovensku viedol výrazný nárast cyklických systémových rizík k rozhodnutiu stanoviť výšku proticyklickej kapitálovej rezervy na 0,5 % s účinnosťou od 1. augusta 2017.

V roku 2016 ECB, vnútroštátne orgány a Rada pre finančnú stabilitu (Financial Stability Board – FSB) po konzultácii s Bazilejským výborom pre bankový dohľad aktualizovali hodnotenie globálne systémovo dôležitých bánk (G-SIB) v krajinách eurozóny. Na základe hodnotenia bolo osem bánk vo Francúzsku, Nemecku, Taliansku, Holandsku a Španielsku zaradených do medzinárodne dohodnutých kategórií G-SIB 1 a 3, na ktoré sa vzťahujú kapitálové rezervy vo výške 1,0 %, resp. 2,0 %.<sup>70</sup> Nové sadzby kapitálových rezerv platia od 1. januára 2018, pričom sa uplatňuje prechodné obdobie. Zoznam G-SIB a ostatných systémovo dôležitých inštitúcií (other systemically important institutions – O-SII) a ich rezervných sadzieb sa každoročne prehodnocuje.

Vnútroštátne orgány tiež rozhodli o výške kapitálových rezerv 110 O-SII. Stanovené sadzby kapitálových rezerv sú v súlade s novou metodikou ECB na hodnotenie

<sup>69</sup> [Macroprudential Bulletin](#), Issue 1, ECB, 2016.

<sup>70</sup> V prípade bánk zaradených medzi G-SIB (s plne zavedenými kapitálovými požiadavkami od roku 2019 uvedenými v zátvorkách) išlo o BNP Paribas (2,0 %), BPCE Group (1,0 %), Crédit Agricole Group (1,0 %), Deutsche Bank (2,0 %), ING Bank (1,0 %), Banco Santander (1,0 %), Société Générale (1,0 %) a UniCredit Group (1,0 %). Uvedené požiadavky boli stanovené na základe metodiky Bazilejského výboru pre bankový dohľad z júla 2013.

rezerv O-SII.<sup>71</sup> Od roku 2019 budú mať všetky O-SII striktné kladné sadzby kapitálových rezerv.

## Makroprudenciálne záťažové testy

ECB v rámci svojej makroprudenciálnej funkcie a popri aktívnej účasti na celounijnom dohľadovom záťažovom testovaní v roku 2016 uskutočnila aj makroprudenciálnu nadstavbu záťažového testu.<sup>72</sup> Zatiaľ čo v dohľadových záťažových testoch sa pozornosť sústreďuje na odhadovanie priameho vplyvu na platobnú schopnosť jednotlivých bánk, makroprudenciálna nadstavba je zameraná na kvantifikovanie potenciálnych sekundárnych makroekonomických dôsledkov naplnenia rizík. Štúdia vychádzala z koncepčného rámca vyvinutého pracovníkmi ECB, ktorý bude slúžiť ako pomôcka pri kalibrácii opatrení makroprudenciálnej politiky.<sup>73</sup>

Prvým krokom bolo odhadnúť vplyv zmien agregátneho stavu bankových úverov na platobnú schopnosť bánk a čiastočne tak odstrániť nekonzistentnosť vyplývajúcu z predpokladu statickej súvahy používaného v metodike celounijných záťažových testov. V ďalšom kroku sa odhadovali sekundárne účinky na makroekonomické ukazovatele. Tieto súvisia s potenciálnou adaptáciou bánk v prípade, že ich koeficient kapitálovej primeranosti v nepriaznivom scenári klesne pod vopred stanovený kapitálový cieľ. Ich intenzita závisí od zvolenej adaptačnej stratégie: čím vyššiu úlohu v nej zohráva emisia akcií, tým menšie sú sekundárne makroekonomické účinky.

Popri endogénnej reakcii bankového sektora na nepriaznivé podmienky sa v rámci makroekonomickej nadstavby analyzovali dva ďalšie kanály, prostredníctvom ktorých môžu sekundárne účinky napäťovať ďalej znižovať platobnú schopnosť bánk, t. j. medzibankové väzby a kontaminácia ďalších sektorov prostredníctvom majetkových účastí. Hodnotenie dospelo k záveru, že riziko priamej kontaminácie prostredníctvom medzibankových peňažných trhov by malo byť obmedzené a že medzisektorová kontaminácia by sa prevažne dotkla nebankových finančných inštitúcií, najmä investičných fondov a penzijných fondov.

<sup>71</sup> V rámci metodiky ECB na hodnotenie O-SII sa banky triedia do štyroch rôznych kategórií na základe známky systémovej relevantnosti banky. Znamka relevantnosti sa počíta v súlade s usmerneniami Európskeho orgánu pre bankovníctvo (EBA/GL/2014/10) týkajúcimi sa posúdenia O-SII, ktoré určujú relevantné ukazovatele na meranie systémovej dôležitosti jednotlivých inštitúcií. Viac informácií v prílohe k tlačovej správe z 15. decembra 2016.

<sup>72</sup> [Macroprudential Bulletin](#), Issue 2, ECB, 2016.

<sup>73</sup> Henry, J. a Kok, C. (red.), [A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector](#), *Occasional Paper Series*, č. 152, ECB, October 2013 a Constâncio, V., [The role of stress testing in supervision and macroprudential policy](#), prejav na konferencii London School of Economics na tému záťažového testovania a makroprudenciálnej regulácie, 29. októbra 2015. Ide o modulárny analytický rámec zložený zo samostatných modelov a nástrojov, ktorých rôzne kombinácie umožňujú rozsiahlu analýzu účinkov makrofinančného napätia.

## Spolupráca s Európskym výborom pre systémové riziká

ECB naďalej poskytovala analytickú, štatistickú, logistickú a administratívnu podporu Sekretariátu ESRB, ktorý je zodpovedný za každodennú činnosť ESRB. Výbor ECB pre finančnú stabilitu spolu s poradným výborom ESRB pre vedecké otázky a poradným výborom ESRB pre technické otázky zostavil správu o otázkach makroprudenciálnej politiky vyplývajúcich z nízkej hladiny úrokových mier a štrukturálnych zmien vo finančnom systéme EÚ.<sup>74</sup> Správa sa zaoberá potenciálnymi rizikami prostredia nízkych úrokových mier vo všetkých finančných sektoroch a navrhuje možné reakcie makroprudenciálnej politiky. Správa sa týka nielen bánk, ale aj iných typov finančných inštitúcií, finančných trhov a trhových infraštruktúr, pričom sa zaoberá otázkami relevantnými pre celý finančný systém, ako aj účinkami na širšiu ekonomiku.

ECB tiež asistovala ESRB pri vydaní ôsmich varovaní adresovaných jednotlivým krajinám v súvislosti so zraniteľnosťou trhu s nehnuteľnosťami na bývanie (28. novembra 2016) analyzovaním ukazovateľov nerovnováh a vývojom modelov nadmerného ocenenia. Zistené nedostatky sa týkali rastúcej zadlženosti domácností a ich schopnosti splácať hypotekárne úvery, ako aj oceňovania a cenovej dynamiky nehnuteľností na bývanie. Bez ohľadu na túto analýzu je naďalej potrebné vyplňať medzery v realitných údajoch, čo vyplýva aj z [odporúčania ESRB](#), ktoré obsahuje harmonizované definície potrebné na zber údajov o sektoroch rezidenčných i komerčných nehnuteľností.

### 3.3 Mikroprudenciálna funkcia ECB

Rok 2016 bol druhým rokom plnohodnotnej činnosti bankového dohľadu ECB. Činnosti prebiehajúce v tejto oblasti počas roka naďalej prispievali k stabilite bankového sektora v Európe a zabezpečeniu rovnakých podmienok pre všetky banky v eurozóne.

ECB zdokonalila proces preskúmania a hodnotenia orgánmi dohľadu (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) v prípade priamo dohliadaných bankových skupín a vydala základné [očakávania týkajúce sa interných postupov bánk na hodnotenie kapitálovej a likviditnej primeranosti](#) a [odporúčania](#) k ich politike vyplácania dividend. Do úvahy tiež brala vysvetlenia Európskej komisie a Európskeho orgánu pre bankovníctvo. Dodatočné dohľadové kapitálové požiadavky v súčasnosti pozostávajú z dvoch zložiek: požiadavky, ktorú musia banky spĺňať nepretržite, a odporúčaní, ktorých nedodržanie by nemalo automaticky za následok prijatie opatrení dohľadu, ale viedlo by k individuálnemu hodnoteniu a možným individuálnym opatreniam. Odporúčania uplatnené v rámci hodnotenia SREP v roku 2016 vychádzali z výsledkov záťažového testu EBA. Celkové kapitálové požiadavky zostali prevažne nezmenené a zmena metódy sa ich nedotkla.

<sup>74</sup> Viac informácií v [tlačovej správe](#) ESRB z 28. novembra 2016.

Dohľad nad menej významnými inštitúciami (less significant institutions – LSI) vykonávajú príslušné vnútroštátne orgány pod dozorom ECB. ECB k dohľadu nad LSI pristupuje na základe zásady úmernosti a rizikovosti, doplnenej o sektorové monitorovanie na identifikáciu vzájomných väzieb medzi LSI. ECB a príslušné vnútroštátne orgány pokračovali vo vývoji jednotných štandardov dohľadu nad LSI, napr. jednotného monitorovania systémov inštitucionálneho zabezpečenia,<sup>75</sup> ktoré sa vzťahujú na významné i menej významné inštitúcie.

V rámci európskeho bankového dohľadu boli ďalej zjednotené pravidlá využívania možností a právomocí stanovených v európskej prudenciálnej legislatíve. Ide o dôležitý krok k zabezpečeniu konzistentného dohľadu a rovnakých podmienok pre významné i menej významné inštitúcie. Regulačný rámec v eurozóne však v niektorých prípadoch zostáva fragmentovaný. Vzhľadom na cieľ vytvorenia európskej bankovej únie je nevyhnutná ďalšia harmonizácia.

V prostrední nízkej ziskovosti európskeho bankového sektora ECB posudzovala obchodné modely a určujúce faktory ziskovosti bánk a začala súvisiace tematické hodnotenie. ECB tiež vypracovala všeobecné zásady, ktorými by sa banky mali riadiť pri riešení otázky problémových úverov, ktorý stav je v niektorých častiach eurozóny naďalej vysoký. V júni ECB zverejnila [vyhlásenie SSM o riadení rizík a rizikových preferenciách](#), v ktorom formuluje očakávania orgánov dohľadu. Začala i ciele hodnotenie interných modelov bánk, vykonala inventúru rizík súvisiacich s informačnými systémami a vypracovala všeobecné zásady týkajúce sa dlhovo financovaných transakcií.

Bankový dohľad ECB tiež zintenzívnil svoju účasť na globálnych fórach a stal sa členom pléna Rady pre finančnú stabilitu.

Podrobnejšie informácie o bankovom dohľade ECB sa nachádzajú vo [Výročnej správe ECB o činnosti dohľadu za rok 2016](#).

### 3.4 Príspevok ECB k regulačným iniciatívam

ECB sa v roku 2016 naďalej podieľala na vývoji regulačného rámca na medzinárodnej i európskej úrovni. Jej hlavným cieľom bolo zaistiť, aby regulačný rámec primerane zohľadňoval makro- i mikroprudenciálne aspekty, a vytvoriť rámec, ktorý prispieva k stabilite jednotlivých inštitúcií i finančného systému ako celku.

V roku 2016 sa ECB okrem iného zameriavala na tieto aspekty regulácie:

- i) dokončenie medzinárodných kapitálových a likviditných štandardov pre banky (Bazilej III),
- ii) revíziu mikro- a makroprudenciálneho regulačného rámca v Európskej únii (nariadenie a smernica o kapitálových požiadavkách – CRR/CRD IV),
- iii) uzavretie problému bánk, ktoré sú „príliš veľké na to, aby zlyhali“, a
- iv) vytvorenie únie kapitálových trhov (capital markets union – CMU) v Európskej únii a posilnenie regulačného rámca za hranicami bankového sektora. ECB okrem toho v roku 2016

<sup>75</sup> Zmluvný alebo zákonný systém ručenia, ktorý chráni zúčastnené inštitúcie a predovšetkým im v prípade potreby zabezpečuje likviditu a platobnú schopnosť potrebnú na odvrátenie úpadku.

pokračovala v diskusii o vytvorení tretieho piliera bankovej únie – európskeho systému ochrany vkladov.

### 3.4.1 Finalizácia medzinárodných kapitálových a likviditných štandardov pre banky

V roku 2016 sa ECB podieľala na viacerých iniciatívach zameraných na dokončenie regulačnej odozvy na finančnú krízu, ktorých súčasťou bola i komplexná revízia prudenciálneho rámca pre banky, ktorou sa posledných osem rokov zaoberá Bazilejský výbor pre bankový dohľad (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS). Rámec Bazilej III je základným prvkom pokrízových reforiem, ktorého účelom je zabezpečiť primerané, medzinárodne porovnateľné normy a poskytnúť bankám určitý stupeň regulačnej istoty na podporu adaptácie obchodných modelov na aktuálne podmienky. ECB v tejto súvislosti prispela ku komplexnému hodnoteniu používania interných modelov v bazilejskom kapitálovom rámci, ktorého cieľom bolo znížiť nadmernú variabilitu rizikovo vážených aktív ako základu na výpočet kapitálových požiadaviek. ECB tiež podporovala BCBS a Európsky orgán pre bankovníctvo (European Banking Authority – EBA) v ich úsilí o finalizáciu ukazovateľa finančnej páky ako zabezpečovacieho mechanizmu pri rizikovo založených kapitálových požiadavkách, najmä pokiaľ ide o nastavenie primeranej minimálnej úrovne, ako aj prirážky pre globálne systémovo dôležité banky na základe medzinárodne harmonizovanej definície. V januári 2017 skupina guvernérov a riaditeľov orgánov dohľadu – dozorný orgán BCBS – uvítala pokrok dosiahnutý v dokončovaní pokrízových regulačných reforiem. Poznamenala však, že finalizácia návrhov reforiem si ešte vyžiada určitý čas, než ich bude môcť sama posúdiť. Táto činnosť by mala byť ukončená v blízkej budúcnosti.

### 3.4.2 Revízia mikro- a makroprudenciálneho regulačného rámca v Európskej únii

Implementácia dohodnutých medzinárodných štandardov v rámci práva EÚ, najmä prostredníctvom revízie predpisov CRR/CRD IV, bola jednou z hlavných úloh v oblasti regulácie v roku 2016, a zostane ňou i v nasledujúcich rokoch. Revízia CRR/CRD IV zavedie do rámca EÚ koeficient finančnej páky ako ďalší kapitálový ukazovateľ v rizikovo založenom kapitálovom rámci, ako aj koeficient čistého stabilného financovania, ktorý je požiadavkou na dlhodobú likviditu a dopĺňa existujúce krátkodobé požiadavky stanovené prostredníctvom pomeru krytia likvidity. Vytvorením správnych motivačných mechanizmov pre banky a ich zamestnancov nový rámec tiež prispieje k stabilnejšiemu poskytovaniu finančných služieb reálnej ekonomike. Táto revízia, ktorá má byť dokončená v roku 2017, predstavuje dôležitú fázu reforiem v oblasti regulácie v Európskej únii.

Ďalšou kľúčovou iniciatívnou v oblasti regulácie, na ktorej sa ECB podieľala významnou mierou, je revízia rámca makroprudenciálnej politiky EÚ, ktorá sa začala v roku 2016. ECB podporuje komplexnú revíziu rámca makroprudenciálnej politiky,

ktorej cieľom je jeho zefektívnenie, a v roku 2016 bol zverejnený príspevok ECB ku konzultácii Európskej komisie o tejto revízii.<sup>76</sup> V tejto súvislosti je v rámci makroprudenciálnej politiky dôležité zohľadniť nové inštitucionálne usporiadanie, konkrétne zriadenie jednotného mechanizmu dohľadu (SSM), ako aj revidovať a vymedziť špecifické právomoci mikro- a makroprudenciálnych orgánov, zjednodušiť spôsob koordinácie medzi jednotlivými orgánmi, rozšíriť spektrum nástrojov makroprudenciálnej politiky a zjednodušiť mechanizmus ich aktivácie, aby príslušné orgány mohli riešiť systémové riziká včas a účinne. To si vyžaduje dôkladnú revíziu súčasnej legislatívy, pretože makroprudenciálny rámec stanovený v CRR/CRD IV a v nariadení ESRB<sup>77</sup> bol vytvorený ešte pred založením bankovej únie a predovšetkým SSM.

### 3.4.3 Uzavretie problému inštitúcií, ktoré sú „príliš veľké na to, aby zlyhali“

Ďalšou kľúčovou iniciatívou v oblasti regulácie, na ktorej sa ECB v roku 2016 podieľala, bola revízia rámca ozdravenia a riešenia krízových situácií. Cieľom revízie je zabezpečiť, aby banky disponovali dostatočnou a reálnou kapacitou na krytie strát a aby náklady riešenia krízových situácií bánk niesli ich akcionári a veritelia, a nie daňoví poplatníci. Nový koncept celkovej kapacity absorbovať straty (total loss-absorbing capacity – TLAC) už bol dohodnutý pre G-SIB na medzinárodnej úrovni. V rámci EÚ bola súčasne zavedená požiadavka minimálnej výšky vlastných zdrojov a akceptovateľných záväzkov (minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL), ktorá sa vzťahuje na všetky úverové inštitúcie v EÚ bez ohľadu na ich veľkosť. Požiadavky TLAC i MREL zlepšujú možnosti riešenia krízových situácií bánk a chránia tak finančnú stabilitu a zabraňujú morálnemu hazardu i nadmernému zaťažovaniu verejných financií. Tieto dva koncepty sa však líšia v niektorých hlavných znakoch, ktoré môžu spôsobiť nekonzistentnosť regulačného rámca a deformovať konkurenčné prostredie. V tomto smere predstavuje prebiehajúca revízia smernice o ozdravení a riešení krízových situácií bánk a ďalších súvisiacich prvkov práva EÚ možnosť implementovať v Európe TLAC najmenej pre G-SIB a ďalej harmonizovať uplatňovanie MREL vo všetkých členských štátoch EÚ a zabezpečiť tým, aby sa na všetky globálne pôsobiace inštitúcie vo všetkých právnych oblastiach vzťahoval rovnaký súbor pravidiel.

### 3.4.4 Finančná regulácia mimo bankovníctva

Je dôležité, aby sa vhodný regulačný rámec uplatňoval aj v prípade nebankových finančných inštitúcií. ECB sa v tejto súvislosti podieľala na diskusii o dokončení jednotného trhu s finančnými službami a kapitálom, ktorý by si vyžadoval ďalšie

<sup>76</sup> Viac informácií v dokumente [ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework](#), ECB, December 2016.

<sup>77</sup> Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 o makroprudenciálnom dohľade Európskej únie nad finančným systémom a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká.



zjednotenie pravidiel medzi bankovým a nebankovým sektorom a skutočný pokrok v realizácii plánu vytvorenia únie kapitálových trhov (capital markets union – CMU). Rozsiahlejšia deľba rizík, diverzifikácia a silnejšia konkurencia medzi bankami a nebankovými subjektmi i v cezhraničnom meradle vytvára ekonomické prínosy. Kapitálové trhy môžu byť dôležitým doplnkom bánk pri financovaní hospodárstva. Tento vývoj má však zároveň nevyhnutné následky na finančnú stabilitu a môže byť zdrojom nových rizík.

ECB v roku 2016 naďalej podporovala kroky zamerané na rýchlejšie vytvorenie CMU. Plnohodnotná únia kapitálových trhov sa musí vyrovnávať s rozdielmi medzi národnými a európskymi právnymi rámcami, ktoré brzdia cezhraničné aktivity, vrátane konkurzného práva a daňových predpisov. Je tiež dôležité vytvoriť právny základ makroprudenciálnych nástrojov použiteľných i mimo bankového sektora.

### 3.4.5 Európsky systém ochrany vkladov

ECB v roku 2016 naďalej prispievala do diskusie o založení európskeho systému ochrany vkladov a podporuje plán krokov na dobudovanie bankovej únie vrátane deľby rizík (zloženej zo samotného systému ochrany a zabezpečovacieho mechanizmu pre jednotný fond na riešenie krízových situácií) a súvisiacich opatrení na znižovanie rizík.

Podľa názoru ECB je dôležité takýto systém zaviesť čo najskôr a ďalej postupovať v otázke znižovania rizík. Európsky systém ochrany vkladov je tretím a posledným pilierom bankovej únie a jeho vytvorenie by prispelo k zvýšeniu a ochrane finančnej stability. Ochrana vkladov pôsobí preventívne, zvyšovaním dôvery a prevenciu hromadného vyberania vkladov, i rezponzívne, prostredníctvom ochrany pred negatívnymi účinkami pádu jednotlivých bánk. Zároveň je potrebné pokračovať v realizácii zostávajúcich reforiem, ktoré prispievajú k znižovaniu rizík v bankovom systéme.

#### Box 8

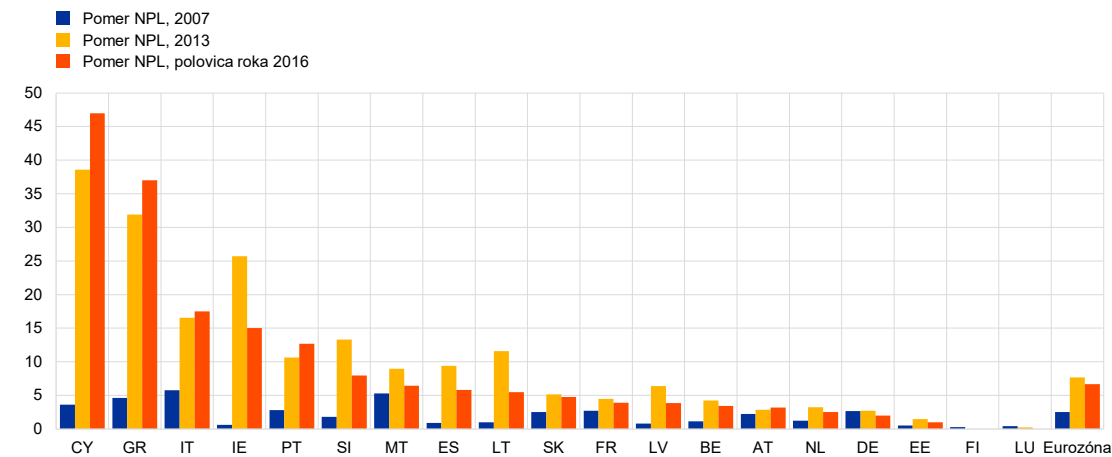
##### Problémové úvery v eurozóne

Krajiny eurozóny po prepuknutí finančnej krízy zaznamenali podstatné zhoršenie kvality bankových aktív. Jedným z ukazovateľov kvality aktív je pomer problémových úverov (non-performing loans – NPL), t. j. úverov v stave zlyhania alebo krátko pred ním, k celkovej hodnote úverového portfólia banky. Pomer NPL za eurozónu ako celok, ktorý ku koncu roka 2007 predstavoval 2,5 %, dosiahol na záver roka 2013 maximum vo výške 7,7 %. Do polovice roka 2016 v dôsledku koordinovanej snahy vo viacerých krajinách (najmä v Írsku, Slovinsku a Španielsku) a istého zlepšenia makroekonomického prostredia klesol na 6,7 % (graf A). V niektorých krajinách je však pomer NPL trvalo vysoký, napr. na Cypre (47,0 %), v Grécku (37,0 %), Taliansku (17,5 %) a Portugalsku (12,7 %). Hlavnou príčinou zhoršovania kvality bankových aktív v eurozóne bol podnikový sektor, najmä malé a stredné podniky a sektor komerčných nehnuteľností.

## Graf A

### Dynamika vývoja pomeru NPL v eurozóne

(v %)



Zdroj: MMF (ukazovatele finančného zdravia).

Poznámka: Údaje za polovicu roka 2016 za Nemecko a Taliansko sa vzťahujú na koniec roka 2015. Údaje MMF sú použité namiesto údajov ECB, pretože umožňujú historické porovnanie úrovne NPL.

V rokoch predchádzajúcich finančnej kríze viacero krajín zaznamenalo rýchly rast úverov a zadlženosti súkromného sektora, ktorý bol často sprevádzaný rastom cien nehnuteľností, čím sa účinky krízy ešte znásobili. Popri týchto cyklických komponentoch sú vysoké pomery NPL a ich pretrvávanie odrazom rôznych štrukturálnych faktorov v rôznych krajinách. Vysoká miera zadlženosti podnikového sektora, nízka produktivita a slabá vonkajšia konkurencieschopnosť obmedzujú podnikové investície a brzdia obchodnú expanziu, zatiaľ čo nepriaznivý stav financií verejnej správy zvyšuje rizikové prémie krajiny. Pomalé napredovanie reforiem na trhu práce (zameraných na segmentáciu a nízku pružnosť) a nevýrazná aktivita na trhoch s nehnuteľnosťami (kolaterálom) v niektorých krajinách zároveň stoja v ceste znižovaniu NPL v retailovom segmente. Účinnosť sanácie NPL v neposlednom rade brzdia nedostatky v právnom rámci, predovšetkým neefektívne právne predpisy týkajúce sa zabavovania aktív a platobnej neschopnosti, spolu s obmedzeniami pri výmene údajov medzi veriteľmi, a daňové účinky odpisov.

Vysoký objem NPL vyvíja tlak na výnosnosť bánk, pretože spôsobuje znižovanie úrokových výnosov a vysoké náklady na tvorbu opravných položiek. Problémové úvery zároveň zvyšujú kapitálové potreby bánk a plynú z nich administratívne zdroje. NPL tiež nepriaznivo ovplyvňujú náklady financovania bánk, pretože neistota spojená s kvalitou aktív zhoršuje ich rizikový profil a vedie k vyšším nákladom financovania. Výsledkom môže byť začarovaný kruh, kde banky nedokážu znižovať stav NPL, ak nie sú schopné získať dostatok kapitálu. Nízka ziskovosť a kapitalizácia bánk zaťažených problémovými úvermi obmedzuje ich možnosti, pretože na poskytovanie nových úverov je potrebný ďalší kapitál. Vzhľadom na to, že niektoré banky z eurozóny pôsobia i za jej hranicami a v niektorých prípadoch zohrávajú významnú úlohu v zahraničných bankových sektoroch, ich domáce problémy môžu mať nepriaznivý vplyv i na ďalšie bankové sektory a naopak.

Nedostatky v bankových súvahách sa môžu prejavovať v celej ekonomike, ak banky s vysokým podielom NPL dosahujú nižší úverový rast a zároveň účtujú vyššie úrokové sadzby; zníženie stavu

NPL v eurozóne by preto podporilo hospodársky rast.<sup>78</sup> Vzhľadom na očakávanie skromného tempa hospodárskeho oživenia v eurozóne v rokoch 2017 a 2018,<sup>79</sup> spolu s naďalej vysokou úrovňou zadlženosti súkromného a verejného sektora, je nepravdepodobné, že sa objem NPL v strednodobom horizonte výrazne zníži bez prijatia ďalších opatrení. Znižovanie stavu NPL sa nezaobíde bez komplexnej stratégie zameranej na štrukturálne determinanty NPL.<sup>80</sup> Na základe údajov z minulosti zaznamenali krajiny, ktoré včas realizovali súvahové i podsúvahové strategické opatrenia a zvolili si opatrenia špecificky ciele na portfóliové segmenty považované za hlavné zdroje NPL, významný pokles pomeru NPL (napr. Írsko, Slovinsko a Španielsko, ktorých pomery NPL od roku 2013 do polovice roka 2016 klesli na 16,7, 5,3 a 3,3 percentuálneho bodu).

Bankový dohľad ECB na podporu riešenia otázky NPL vynakladá značné úsilie. Počnúc komplexným hodnotením v roku 2014 ECB pokračuje v podpore riešenia NPL prostredníctvom stáleho dohľadového dialógu s príslušnými bankami. V záujme rozhodného a rásneho riešenia tohto chronického problému bankový dohľad ECB i) vykonal inventúru dohľadových, právnych a súdnych i mimosúdnych postupov vo viacerých krajinách eurozóny a ii) vypracoval návrh všeobecných zásad riešenia NPL<sup>81</sup>, ktorý bol v septembri 2016 zverejnený na konzultáciu. Konečné znenie zásad má byť zverejnené na jar roku 2017. Spoločné dohľadacie tímy začali aktívne pracovať s dohliadanými bankami na otázke implementácie týchto všeobecných zásad, podľa ktorých sa od bánk s vysokou úrovňou NPL očakáva stanovenie náročných a ambiciózných cieľov znižovania stavu NPL. Všeobecné zásady okrem toho presadzujú konzistentné postupy v oblasti úpravy podmienok splácania, účtovania NPL a tvorby a vykazovania opravných položiek, s cieľom zvýšiť dôveru trhu a zaisťovať rovnaké podmienky pre všetkých aktérov. Proces riešenia otázky NPL však orgány dohľadu a banky nedokážu zvládnuť sami. Je potrebné bezodkladne prijať politické opatrenia na odstránenie prekážok, ktoré bankám v redukcii NPL a reštrukturalizácii problémových pohľadávok bránia. Cieľom takýchto krokov by mohlo byť napríklad zefektívnenie činnosti súdnictva, zlepšenie prístupu ku kolaterálu, zavedenie rýchlejších mimosúdnych konaní a odstránenie negatívnych rozpočtových stimulov. Okrem toho je potrebné vytvoriť trhy na obchodovanie s problémovými aktívami a umožniť predaj problémových úverov nebankovým investorom. V tejto súvislosti bude tiež potrebná snaha o podporu rozvoja odvetvia správy NPL, zvyšovanie kvality údajov a odstránenie daňových a právnych prekážok, ktoré stoja v ceste reštrukturalizácii dlhu.

---

<sup>78</sup> Kvantitatívny údaj, ktorý uvádzajú Balgova, M., Nies, M. a Plekhanov, A. v publikácii [The economic impact of reducing non-performing loans](#), Working Paper No 193, European Bank for Reconstruction and Development, October 2016, naznačuje, že potenciálnym prínosom zníženia stavu NPL môže byť zvýšenie rastu HDP až o dva percentuálne body ročne. Údaj vychádza z globálnej vzorky 100 krajín. Podobné výsledky pre eurozónu však možno nájsť aj v publikáciách [Global Financial Stability Report](#), International Monetary Fund, October 2016; [Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205](#), International Monetary Fund, July 2015; a [Unlocking lending in Europe](#), European Investment Bank, October 2014, Box 5.

<sup>79</sup> [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2016](#), ECB, 2016.

<sup>80</sup> Podrobnejší opis štrukturálnych determinantov NPL uvádzajú Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. a O'Brien, E. v publikácii [Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area](#), [Financial Stability Review](#), ECB, November 2016, Special Feature B.

<sup>81</sup> [Návrh všeobecných zásad postupu bánk v prípade problémových úverov](#), bankový dohľad ECB, september 2016.

# Ostatné úlohy a činnosti

## 1 Infraštruktúra trhu a platby

Finančný sektor sa spolu so svojou základnou trhovou štruktúrou musí prispôbiť rýchlemu technologickému vývoju a inováciám, ktoré majú v súčasnej dobe vplyv na všetky aspekty nášho života. Kým digitalizáciou, globalizáciou a väčšou vzájomnou prepojenosťou sa otvorili nové príležitosti pre jednotlivcov a firmy na získavanie informácií, podnikanie a komunikovanie, zvýšené množstvo užívateľov a dát na digitálnych platformách, modeloch cloud computingu a na sieťach taktiež zvýšil počet potenciálnych možností kybernetických útokov. Počítačová kriminalita predstavuje hrozbu nielen pre jednotlivých účastníkov trhu, ale aj pre celú operačnú sieť. Kybernetická odolnosť stála preto v oblasti trhovej infraštruktúry a platieb v roku 2016 v centre pozornosti Európskej centrálnej banky a Eurosystemu.

Eurosystem sa zameriava aj na budúci strategický vývoj svojej trhovej infraštruktúry. Sústreďuje sa na otázku, ako je možné zefektívniť riadenie likvidity v oblasti platieb, zúčtovania cenných papierov a správy kolaterálu Eurosystemu. Eurosystem v rámci úzkej spolupráce s účastníkmi trhu skúma, ako by sa dali uspokojiť nové potreby užívateľov a využiť technologické inovácie tak, aby bol vždy o krok vpred oproti vyvíjajúcim sa rizikám, ako sú napríklad kybernetické útoky.

Pri formovaní budúcnosti trhovej infraštruktúry Eurosystemu zostávajú jeho hlavnými prioritami bezpečnosť a efektívnosť. Plynulé fungovanie jeho trhovej infraštruktúry je rozhodujúce pre udržanie dôvery v euro a na podporu operácií menovej politiky. Taktiež zohráva ústrednú úlohu pri zabezpečovaní stability európskeho finančného systému a pri zvyšovaní hospodárskej aktivity.

### 1.1 Konsolidácia TARGET2 a T2S

TARGET2, systém hrubého vyrovnania platieb Eurosystemu pre platobné transakcie v eurách, spracoval v roku 2016 platby v priemernej dennej hodnote 1,7 bilióna €. Len na predstavu veľkosti tohto údajaja, TARGET2 každých šesť dní spracúva objem porovnateľný s ročným HDP eurozóny.

TARGET2-Securities (T2S) bol zavedený v júni 2015 a do európskej trhovej infraštruktúry na vyrovnávanie obchodov s cennými papiermi, ktorá bola veľmi roztrieštená, priniesol väčšiu integráciu. Platforma je základným kameňom projektu Európskej komisie na vybudovanie únie kapitálových trhov a priniesla rozsiahlu [agendu poobchodnej harmonizácie](#).

Dve úspešné etapy migrácie, ktoré sa uskutočnili v marci a septembri 2016, zvýšili počet centrálnych depozitárov cenných papierov na platforme T2S z 5 na 12<sup>82</sup> a taktiež zvýšili objem spracovania asi na 50 % celkového objemu, ktorý sa očakáva, keď bude zvyšných deväť zúčastnených centrálnych depozitárov cenných papierov pripojených k platforme. Predpokladá sa, že po dokončení plnej migrácie v roku 2017 bude T2S spracúvať v priemere viac ako 550 000 transakcií denne.

Funkčne sa **TARGET2 a T2S** zaoberajú efektívnym riadením likvidity v oblasti platobných prevodov, zúčtovania cenných papierov a správy kolaterálu. Keďže tieto dva systémy boli vyvinuté v iných časových obdobiach, fungujú na samostatných platformách a využívajú rozdielne technické riešenia a prostredie. Je preto logické usilovať sa o synergiu týchto dvoch systémov. Prvoradými cieľmi sú modernizovanie systému TARGET2, využitie možností, ktoré sú už k dispozícii v T2S, a konsolidovanie technických a funkčných komponentov služieb TARGET2 a T2S. Konsolidácia okrem toho poskytuje príležitosť na ďalšie zlepšenie kybernetickej odolnosti, ako aj služieb poskytovaných užívateľom a vytvorenie jednotného prístupového kanála. Prieskumné práce v tejto oblasti budú prebiehať po celý rok 2017.

## 1.2 Služby vyrovnaní obchodov na podporu okamžitých platieb

Najväčšou výzvou Eurosystemu, ktorú predstavuje digitalizácia v platobnom sektore, je zabezpečiť, aby zavedenie inovatívnych platobných produktov a služieb vyvinutých trhom znovu neprinieslo na európsky trh roztrieštenie.

V roku 2016 boli okamžité platby, t. j. platby s okamžitou dostupnosťou finančných prostriedkov pre príjemcu, pravdepodobne najdiskutovanejšou témou v sektore retailových platieb. Systém okamžitých platieb spustený do prevádzky v novembri 2016 umožňuje zavedenie okamžitých platobných riešení pre koncových užívateľov. Cieľom infraštruktúry európskeho finančného trhu je zabezpečiť pripravenosť spracovať okamžité platby v celoeurópskom meradle.

Eurosystem bude podporovať vyrovňovanie obchodov medzi infraštruktúrami retailových platieb poskytujúcich klíringové služby pre celoeurópske okamžité platby v eurách tým, že zabezpečí rozšírenú funkčnosť TARGET2 pre automatizované klíringové centrá a posilní dialóg a ich vzájomnú interoperabilitu.

Okrem toho Eurosystem v rámci prieskumnej činnosti o budúcnosti svojej trhovej infraštruktúry analyzuje možnosť vývoja **služby TARGET na vyrovnanie okamžitých platieb** v reálnom čase s peňažným vyrovnaním na účtoch v centrálnej banke, ktorá by bola k dispozícii 24 hodín denne po celý rok.

<sup>82</sup> V júni 2015 sa k platforme pripojili štyri centrálny depozitáre cenných papierov z Grécka, Malty, Rumunska a Švajčiarska. Taliansky centrálny depozitár cenných papierov sa pripojil v auguste 2015. V marci a septembri 2016 sa k nim pripojilo ďalších sedem centrálnych depozitárov cenných papierov z Portugalska, Belgicka (dva centrálny depozitáre), Francúzska, Holandska, Luxemburska a Dánska.

### 1.3 Budúca infraštruktúra trhu Eurosystemu a technológia distribuovanej databázy transakcií

V súvislosti so svojimi strategickými úvahami o budúcnosti infraštruktúry trhu Eurosystemu ECB uvažuje nad súborom modelov [technológie distribuovanej databázy transakcií](#), ktoré sú v súčasnosti vo fáze vývoja. Viac informácií o možnom vplyve technológie distribuovanej databázy transakcií na infraštruktúru trhu je na [internetovej stránke ECB](#).

### 1.4 Bezpečná infraštruktúra finančného trhu

Eurosystem podporuje bezpečnosť a efektívnosť infraštruktúr finančného trhu prostredníctvom svojej úlohy vykonávania dohľadu a tam, kde je to potrebné, podnecuje zmeny. ECB zverejnila v júli 2016 revidovanú verziu [rámca politiky dohľadu Eurosystemu](#) s cieľom zohľadniť vývoj za posledné roky v oblasti regulácie a v iných oblastiach, ktoré mali vplyv na funkciu Eurosystemu v oblasti dohľadu. ECB je hlavným orgánom dohľadu nad tromi systémovo dôležitými platobnými systémami (SIPS) – TARGET2, EURO1 a STEP2. Spolu s národnými centrálnymi bankami ECB v roku 2016 uskutočnila komplexné hodnotenie týchto troch systémov v súvislosti s požiadavkami v oblasti dohľadu, ktoré sa stanovujú v nariadení o SPDS<sup>83</sup>. ECB rozšírila aj svoju činnosť v oblasti dohľadu vo vzťahu k T2S v dôsledku zvýšenej miery migrácie centrálnych depozitárov cenných papierov na jednotnú platformu na vyrovnanie obchodov počas roka 2016.

ECB okrem toho zverejnila [správu](#) o previerke krízovej komunikácie pre infraštruktúru finančného trhu pôsobiace v eurozóne, ktorú zorganizovali orgány dohľadu Eurosystemu. Previerka naprieč finančným trhom bola navrhnutá tak, aby sa zhodnotila pripravenosť Eurosystemu efektívne vykonávať svoje povinnosti v oblasti prevádzky a dohľadu počas krízových udalostí a aby sa preverila efektívnosť postupov krízového riadenia jednotlivých zainteresovaných strán v prípade udalostí s cezhraničným dosahom. ECB celkovo spolupracuje s ostatnými centrálnymi bankami, regulačnými a inými orgánmi na posilňovaní odolnosti finančného sektora ako celku proti [kybernetickým útokom](#) a podieľala sa aj na príprave medzinárodného usmernenia týkajúceho sa kybernetickej odolnosti<sup>84</sup>, ktoré bolo vydané v roku 2016.

Pokiaľ ide o centrálné zmluvné strany, ECB pod záštitou [príslušných normotvorných orgánov G20](#) prispela k medzinárodnému úsiliu dokončiť reformu globálnych trhov s derivátmi.

ECB sa naďalej podieľala na svetových a európskych dohodách o spolupráci pre niektoré infraštruktúry finančného trhu z pohľadu centrálnej emisnej banky. V tomto kontexte ECB prispela k prebiehajúcej práci kolégií orgánov dohľadu pre centrálnu

<sup>83</sup> Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 795/2014 z 3. júla 2014 o požiadavkách v oblasti dohľadu nad systémovo dôležitými platobnými systémami (ECB/2014/28).

<sup>84</sup> [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Výbor pre platby a infraštruktúru trhu – Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere, jún 2016.

zmluvné strany zriadené podľa nariadenia o infraštruktúre európskych trhov (EMIR). Ako centrálna emisná banka ECB spolu s národnými centrálnymi bankami vykonávala prípravné práce týkajúce sa budúcich povolení centrálnych depozitárov cenných papierov podľa nariadenia o centrálnych depozitároch cenných papierov.

## 2 Finančné služby poskytované iným inštitúciám

### 2.1 Správa prijímaných a poskytovaných úverov

ECB zodpovedá za správu prijímaných a poskytovaných úverov EÚ v rámci [mechanizmu strednodobej finančnej pomoci \(MTFA\)](#)<sup>85</sup> a [Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu \(EFSM\)](#)<sup>86</sup>. ECB v roku 2016 spracovala platby úrokov z úverov v rámci MTFA. K 31. decembru 2016 dosiahla celková nesplatená suma v rámci tohto mechanizmu 4,2 mld. €. ECB v roku 2016 taktiež spracovala rôzne platby a platby úrokov z úverov v rámci EFSM. K 31. decembru 2015 dosiahla celková nesplatená suma v rámci tohto mechanizmu 46,8 mld. €.

ECB zodpovedá aj za správu platieb v súvislosti s operáciami v rámci [Európskeho nástroja finančnej stability \(EFSF\)](#)<sup>87</sup> a [Európskeho mechanizmu pre stabilitu \(ESM\)](#)<sup>88</sup>. V roku 2016 ECB spracovala rôzne platby úrokov a poplatkov z úverov v rámci EFSF. Spracovala tiež členské príspevky ESM a rôzne platby úrokov a poplatkov z úverov v rámci tohto mechanizmu.

ECB ďalej zodpovedá za spracúvanie všetkých platieb súvisiacich s dohodou o úverovom mechanizme pre Grécko.<sup>89</sup> K 31. decembru 2016 dosiahla celková nesplatená suma v rámci tohto mechanizmu 52,9 mld. €.

### 2.2 Služby správy rezerv Eurosystemu

V rámci služieb správy rezerv Eurosystemu (ERMS), ktorá sa zaviedla v roku 2005, mali klienti v roku 2016 k dispozícii balík komplexných finančných služieb pre správu rezervných aktív v eurách. Jednotlivé národné centrálné banky Eurosystemu (poskytovatelia služieb Eurosystemu) ponúkajú tento balík komplexných služieb na základe zosúladených podmienok a v súlade so všeobecnými trhovými štandardmi

<sup>85</sup> V súlade s článkom 141 ods.2 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, článkami 17, 21.2, 43.1 a 46.1 Štatútu ESCB a s článkom 9 nariadenia Rady (ES) č. 332/2002 z 18. februára 2002.

<sup>86</sup> V súlade s článkami 122 ods.2 a 132 ods.1 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, článkami 17 a 21 Štatútu ESCB a s článkom 8 nariadenia Rady (EÚ) č. 407/2010 z 11. mája 2010.

<sup>87</sup> V súlade s článkami 17 a 21 Štatútu ESCB (v spojení s článkom 3 ods. 5 rámcovej dohody o EFSF).

<sup>88</sup> V súlade s článkami 17 a 21 Štatútu ESCB (v spojení s článkom 5.12.1 Všeobecných podmienok ESM pre dohody o finančnej pomoci).

<sup>89</sup> V kontexte dohody o úverovom mechanizme medzi členskými štátmi, ktorých menou je euro (okrem Grécka a Nemecka) a Kreditanstalt für Wiederaufbau (konajúcou vo verejnom záujme na základe pokynov Spolkovej republiky Nemecko a využívajúcou záruku Spolkovej republiky Nemecko) ako veriteľmi a Gréckom ako dlžníkom a Bank of Greece ako agentom dlžníka, a podľa článkov 17 a 21.2 Štatútu ESCB a článku 2 [rozhodnutia ECB/2010/4](#) z 10. mája 2010.

centrálnym bankám, menovým orgánom a vládnyh agentúram mimo eurozóny, ako aj medzinárodným organizáciám. ECB plní úlohu koordinátora a podporuje plynulé fungovanie tohto rámca a predkladá správy Rade guvernérov.

V roku 2016 udržiavalo obchodné vzťahy s Eurosystemom v rámci ERMS 286 klientov v porovnaní s 285 klientmi v roku 2015. Pokiaľ ide o samotné služby, v priebehu roka 2016 sa celková agregovaná držba (zahŕňajúca peňažné aktíva a držbu cenných papierov) v správe ERMS zvýšila v porovnaní s koncom roka 2015 približne o 8 %.

## 3 Bankovky a mince

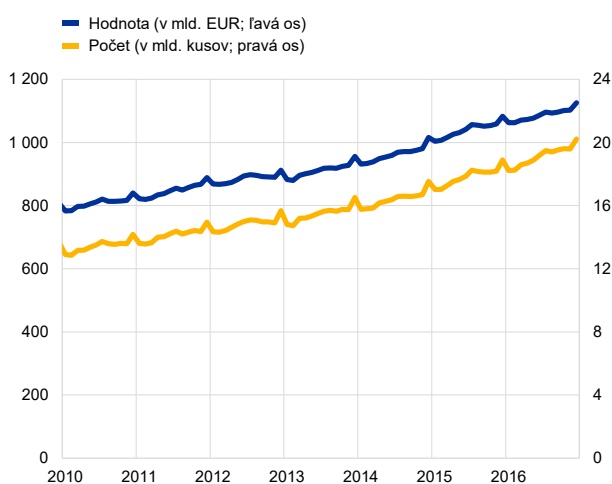
ECB a národné centrálné banky sú zodpovedné za vydávanie eurových bankoviek v rámci eurozóny a za udržiavanie dôvery v menu.

### 3.1 Obeh bankoviek a mincí

Počet a hodnota eurových bankoviek v obehu v roku 2016 vzrástli približne o 7,0 % a 3,9 %. Na konci roka bolo v obehu 20,2 miliárd eurových bankoviek v celkovej hodnote 1 126 mld. € (graf 32 a 33). V roku 2016 zaznamenali najväčšiu mieru rastu stoeurové a dvestoeurové bankovky, a to 13,4 % a 12,9 %. Rast päťdesiateurových bankoviek zostal dynamický, na úrovni 9,9 %, bol však o niečo nižší ako v predchádzajúcom roku.

**Graf 32**

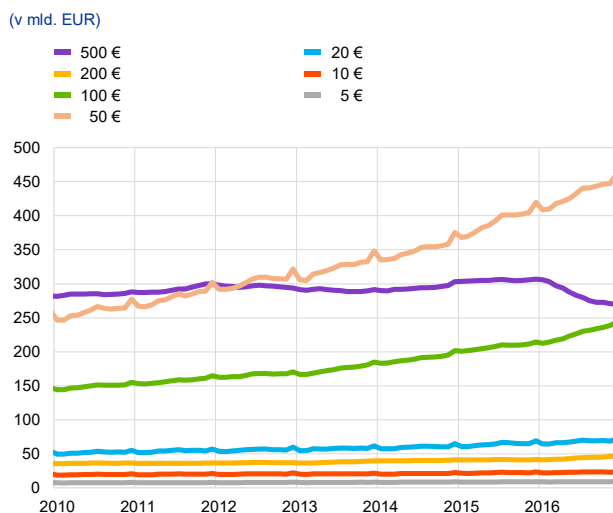
Počet a hodnota eurových bankoviek v obehu



Zdroj: ECB.

**Graf 33**

Hodnota eurových bankoviek v obehu podľa nominálnej hodnoty



Zdroj: ECB.

Rada guvernérov sa po preskúmaní nominálnej štruktúry druhej série eurobankoviek, známej ako séria Európa, rozhodla zastaviť výrobu päťstoeurovej



bankovky a vyradiť ju z tejto série, pričom sa vzali do úvahy obavy, že táto bankovka by mohla uľahčovať nezákonné činnosti. Vydávanie päťstoeurovej bankovky do obehu sa zastaví okolo konca roka 2018, krátko pred plánovaným zavedením bankoviek série Európa v hodnotách 100 € a 200 €. Bankovky ostatných nominálov – od 5 € to 200 € – zostávajú v obehu. Na výrobe eurových bankoviek sa podieľali národné centrálné banky eurozóny, ktorým bola v roku 2016 pridelená výroba spolu 6,22 miliardy bankoviek.

Vzhľadom na medzinárodnú úlohu eura a všeobecnú dôveru v eurové bankovky, päťstoeurová bankovka zostane naďalej zákonným platidlom, a preto sa ďalej môže používať ako platobný prostriedok a prostriedok uchovania hodnoty. Bankovka v nominálnej hodnote 500 € si tak ako eurové bankovky iných nominálov zachová svoju hodnotu a bude sa môcť vymeniť v národných centrálnych bankách eurozóny bez časového obmedzenia.

Po rozhodnutí o zastavení vydávania päťstoeurovej bankovky sa jej obeh v roku 2016 znížil. Tento pokles bol čiastočne kompenzovaný vyšším dopytom po bankovkách v nominálnych hodnotách 200 €, 100 € a 50 €.

#### Spracovanie eurových bankoviek



Odhaduje sa, že z hľadiska hodnoty sa zhruba tretina eurových bankoviek v obehu používa mimo eurozóny. Tieto bankovky sa nachádzajú prevažne v susedných štátoch a sú najmä vo vyšších nominálnych hodnotách. Slúžia ako prostriedok uchovania hodnoty a na vyrovnanie transakcií na medzištátnych trhoch.

Celkový počet eurových mincí v obehu vzrástol v roku 2016 o 4,2 % a na konci roka 2016 dosiahol 121,0 miliardy. Koncom roka 2016 dosiahla hodnota mincí v obehu 26,9 mld. €, čo bolo o 3,6 % viac ako koncom roka 2015.

Národné centrálné banky eurozóny v roku 2016 skontrolovali pravosť a upotrebitelnosť približne

32,3 miliardy bankoviek, z ktorých stiahli z obehu približne 5,4 miliardy. Eurosystem pokračoval vo svojich snahách pomôcť výrobcovi zariadení na spracovanie bankoviek dodržať štandardy ECB na kontrolovanie pravosti a upotrebitelnosti bankoviek pred ich opätovným vrátením do obehu. Pomocou týchto zariadení úverové inštitúcie a ostatní spracovatelia peňazí v roku 2016 skontrolovali pravosť a upotrebitelnosť približne 33 miliárd eurových bankoviek.

## 3.2 Nová bankovka 50 €

### Nová bankovka 50 €



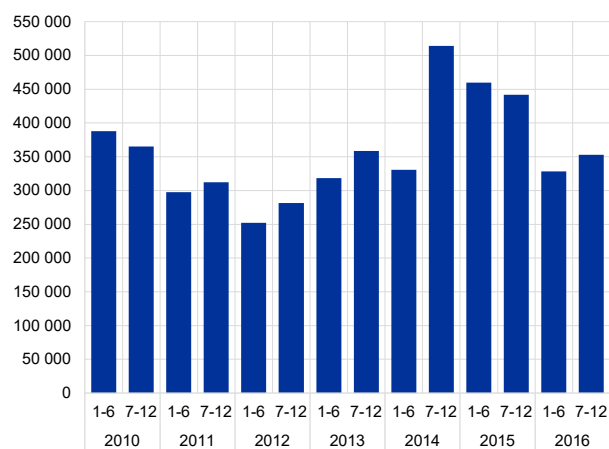
Nová päťdesiateurová bankovka, ktorá bude zavedená do obehu 4. apríla 2017, bola verejnosti predstavená 5. júla 2016. Zavedenie tejto novej bankovky je zatiaľ posledným krokom v snahe zabezpečiť, aby boli eurové bankovky ešte bezpečnejšie. Po bankovkách v hodnote 5 €, 10 € a 20 €, je nová päťdesiateurovka štvrtým zavádzaným nominálom **série Európa**. Obsahuje inovatívne ochranné prvky vrátane vodotlača a smaragdového čísla, ktoré pri nakláňaní bankovky mení farbu a svetlo sa pohybuje hore a dole, a okienka s portrétom, čo je inovatívny prvok prvýkrát použitý na dvadsaťeurovej bankovke série Európa. Pri prezeraní bankovky proti svetlu sa v priehľadnom okne v hornej časti hologramu objaví portrét Európy (postavy z gréckej mytológie), ktorý je viditeľný na oboch stranách bankovky. Rovnaký portrét je aj vo vodotlačí.

V rámci prípravy na zavedenie novej päťdesiateurovej bankovky do obehu ECB spolu s národnými centrálnymi bankami pripravila k novej bankovke a jej prvkom informačnú kampaň pre verejnosť a profesionálnych spracovateľov hotovosti. Okrem toho sa prijalo aj viacero opatrení s cieľom umožniť výrobcov strojov na spracovanie bankoviek, aby sa na zavedenie novej bankovky pripravili.

## 3.3 Falzifikáty eurových bankoviek

### Graf 34

Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu



Zdroj: ECB.

V roku 2016 celkový počet falzifikátov eurových bankoviek poklesol, keď bolo z obehu stiahnutých približne 685 000 falzifikátov. V porovnaní s počtom pravých eurových bankoviek v obehu je podiel falzifikátov na veľmi nízkej úrovni. Dlhodobý vývoj počtu falzifikátov stiahnutých z obehu je znázornený v grafe 34. Falšovatelia sa zameriavali najmä na dvadsaťeurové a päťdesiateurové bankovky, ktoré v roku 2016 predstavovali približne 80 % z celkového množstva zadržaných falzifikátov. Podiel falšovaných dvadsaťeurových bankoviek v roku 2016 klesol.

ECB verejnosti naďalej odporúča, aby bola stále ostrážitá a nezabúdala na overovanie bankoviek **hmatom, pohľadom a naklonením** a nespoliehala sa len na jeden ochranný prvok. Navyše, pravidelne sa konajú školenia pre profesionálnych spracovateľov hotovosti tak v Európe, ako aj mimo nej, a na podporu boja

Eurosystému proti falšovaniu sú pripravované aktualizované informačné materiály. Na dosiahnutie tohto cieľa slúži aj úzka spolupráca ECB s Europolom, Interpolom a Európskou komisiou.

## 4 Štatistika

ECB s pomocou národných centrálnych bánk pripravuje, zhromažďuje, kompiluje a uverejňuje širokú škálu štatistík, ktoré sú dôležitou oporou pre menovú politiku eurozóny, vykonávanie dohľadu ECB, rôzne iné úlohy ESCB a pre úlohy Európskeho výboru pre systémové riziká. Tieto štatistiky využívajú aj inštitúcie verejnej správy, účastníci finančného trhu, médiá a široká verejnosť.

ESCB poskytoval pravidelné štatistické údaje za eurozónu plynulo a podľa časového harmonogramu aj v roku 2016. Okrem toho značné úsilie venoval plneniu nových požiadaviek na veľmi včasné, vysoko kvalitné a podrobnejšie štatistiky za jednotlivé krajiny, sektory a nástroje. Tieto požiadavky vyústili do potreby vidieť aj poza agregované údaje, čo zároveň bolo aj ústrednou témou 8. štatistickej konferencie ECB, ktorá sa konala v júli 2016.<sup>90</sup>

### 4.1 Nové a rozšírené štatistiky eurozóny

V júli 2016 začala ECB v rámci hlavných trhových segmentov eurového peňažného trhu (t. j. zabezpečené, nezabezpečené, devízové swapy a jednodňové indexové swapy) s denným zberom údajov o jednotlivých transakciách od najväčších bánk v eurozóne, s približne 45 000 záznamami za deň. Tieto informácie sa využijú v niekoľkých strategických oblastiach a umožnia zverejňovanie nových štatistík.

V prvom a druhom štvrtroku 2016 sa v súlade s nariadením ECB/2014/50 (a smernicou Solventnosť II) uskutočnil zber nových rozšírených štatistických údajov o poisťovacích korporáciách. Tieto údaje sú výsledkom viacročnej spolupráce medzi ECB a Európskym orgánom pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA) a národnými centrálnymi bankami a príslušnými vnútroštátnymi orgánmi, ktorej cieľom bolo minimalizovať záťaž sektora v oblasti vykazovania. Pred ich plánovaným zverejnením v roku 2017 sa tieto údaje vyhodnotia a zosumarizujú.

Medzinárodná investičná pozícia eurozóny v apríli 2016 prvýkrát zahŕňala zosúladenie deficitu a dlhu a štvrtročné účty eurozóny obsahovali údaje typu kto komu, týkajúce sa okrem vkladov a pôžičiek aj cenných papierov.

V septembri 2016 ECB začala uverejňovať vzorové výkazy medzinárodnej likvidity a devízových rezerv ECB a Eurosystému s časovým oneskorením 15 dní, čím sa začali zverejňovať o 15 kalendárnych dní skôr.

<sup>90</sup> Ďalšie informácie sú na [internetovej stránke ECB](#).

V novembri 2016 začala ECB uverejňovať dodatočné a podrobnejšie štvrťročné údaje o finančnom zdraví významných bánk, nad ktorými ECB vykonáva dohľad, spolu s niektorými štatistikami v členení podľa krajín a kategórií. Zvýši sa tým transparentnosť, pokiaľ ide o kvalitu aktív bánk, a podporí sa trhová disciplína.

V decembri 2016 ECB zverejnila výsledky druhej vlny prieskumu v oblasti financovania a spotreby domácností, ktorý sa týkal viac ako 84 000 domácností v eurozóne (s výnimkou Litvy), ako aj v Maďarsku a Poľsku (časť 5 kapitoly 2). Analýza zistení prieskumu umožní lepšie pochopiť, ako mikroekonomická heterogenita ovplyvňuje makroekonomické výsledky.

## 4.2 Ďalší vývoj v oblasti štatistiky

ESCB naďalej pripravovala nové alebo podstatne vylepšené platformy s mikroúdajmi ako hlavný zdroj informácií pre svoje štatistiky. Hoci podrobné informácie znamenajú pre štatistickú funkciu ESCB väčšiu záťaž, pokiaľ ide o spracovanie údajov a zabezpečenie kvality, majú potenciálnu výhodu v tom, že znižujú záťaž vykazujúcich subjektov. Okrem toho sa môžu flexibilne prispôbovať potrebám ich používateľov a zvyšujú kvalitu a vnútornú konzistentnosť zbieraných údajov.

Výstupné údaje centralizovanej databázy cenných papierov sa rozšírili, aby sa uľahčilo, okrem iného, aj riadenie kolaterálu.

V máji prijala ECB nové štatistické nariadenie (ECB/2016/13), ktorým sa pre Eurosystem zriaďuje podrobná databáza obsahujúca harmonizované údaje o úveroch a kreditnom riziku. Súbor údajov AnaCredit bude od konca roka 2018 každý mesiac poskytovať informácie o každom jednotlivom úvere, ktorý poskytl banky eurozóny a ich zahraničné pobočky firmám a iným právnym subjektom, ako sa to vymedzuje v novom štatistickom nariadení (nezahŕňa to informácie o úveroch pre fyzické osoby). Súbežne sa bude rozširovať kapacita Databázy registra inštitúcií a pridružených osôb ESCB (RIAD), tak aby databáza obsahovala potrebné informácie o nefinančných korporáciách.

V auguste 2016 ECB zmenila nariadenie a usmernenie týkajúce sa štatistiky držby cenných papierov s cieľom zozbierať od bankových skupín ďalšie atribúty účtovného a kreditného rizika. Taktiež sa bude rozširovať zoznam vykazujúcich bankových skupín s cieľom zahrnúť všetky významné bankové skupiny podliehajúce priamemu dohľadu ECB. V zmenenom usmernení sa ustanovuje rámec riadenia kvality údajov na vyhodnocovanie a zabezpečovanie kvality výstupných údajov.

ESCB kladie veľký dôraz na kvalitu svojich štatistických údajov, pričom sa snaží udržiavať záťaž spojenú s vykazovaním na minime. V tomto ohľade treba spojiť štatistické požiadavky a požiadavky dohľadu, aby sa proces vykazovania bánk vnútroštátnym a európskym orgánom zjednodušil. Tri hlavné pracovné aktivity v tejto oblasti sa týkajú: i) vypracovania integrovaného slovníka pre vykazovanie bánk v spolupráci s bankovým sektorom, ktorým sa stanovujú spoločné pravidlá pre

vykazovanie bánk príslušným orgánom,<sup>91</sup> ii) vypracovania jednotného slovníka s definíciami údajov pre Eurosystem a SSM a iii) zriadenia jednotného harmonizovaného európskeho rámca pre vykazovanie bánk.

V októbri 2016 sa ECB rozhodla ďalej zvýšiť transparentnosť hodnotenia vplyvu nových nariadení ECB o európskej štatistike tým, že v prípadoch, keď to považuje za potrebné, uskutočňuje popri postupe zisťovania prínosov a nákladov, ktorý sa vykonáva od roku 2000, aj verejné konzultácie.

Európska komisia a ECB v novembri 2016 podpísali memorandum o porozumení medzi Eurostatom a generálnym riaditeľstvom ECB pre štatistiku o zabezpečení kvality štatistík, ktoré tvoria základ procesu riešenia makroekonomických nerovnováh.

V roku 2016 sa ECB taktiež postarala o to, aby boli jej štatistiky prístupnejšie a aby sa s nimi dalo ľahšie pracovať, napríklad prostredníctvom novej vyhľadávacej funkcionality v databáze Statistical Data Warehouse, dynamických grafov, aktualizovanej aplikácie ECBstatsApp a nových vysvetliviek na internetovej stránke ECB (Our Statistics).

## 5 Ekonomický výskum

Realizácia vedeckého výskumu vysokej kvality pomáha vytvoriť pevné a dôkladné základy pre menovopolitickú analýzu ECB, a tým významne prispieva k dosahovaniu politických cieľov. Ekonomický výskum v ECB priniesol v roku 2016 nové poznatky v mnohých náročných a meniacich sa analytických prioritných oblastiach. Intenzívnu spoluprácu výskumníkov v rámci celého ESCB povzbudzovali aktivity troch výskumných skupín.<sup>92</sup>

### 5.1 Výskumné priority a skupiny ECB

Výskum, ktorý sa vykonáva v ECB, je organizovaný v siedmich výskumných skupinách, ktoré pokrývajú širokú škálu ekonomických a finančných tém (obrázok 1). Tieto pracovné skupiny pomáhajú koordinovať výskumné plány banky v jednotlivých odborných útvaroch. Skupiny medzi sebou spolupracujú na témach spoločného záujmu s cieľom čo najlepšie využiť široké spektrum výskumných kapacít, ktoré existujú v ECB. Výskumné skupiny ECB sa v roku 2016 zameriavali na štyri kľúčové priority (obrázok 2) a priniesli nové poznatky v oblasti transmisie menovej politiky, faktorov ovplyvňujúcich nízku infláciu a fungovania nových inštitucionálnych opatrení v HMÚ. Okrem týchto kľúčových oblastí sa výskum zameriaval aj na slabý hospodársky rast eurozóny, globálne ekonomické prostredie, bankovníctvo a mikroprudenciálnu politiku, ako aj na vyvíjanie a vylepšovanie modelov. Pokiaľ ide

<sup>91</sup> Viac informácií na <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>.

<sup>92</sup> Podrobnejšie informácie o výskumných aktivitách ECB vrátane informácií o podujatiach a publikáciách v oblasti výskumu a výskumných skupinách sa nachádzajú na [internetovej stránke ECB](#).

o modely, v centre výskumu je vývoj aktuálnejších modelov pre krajiny a celú eurozónu, ktoré majú podrobnejšie zachytávať interakcie medzi finančným sektorom a sektormi reálnej ekonomiky.

**Obrázok 1**  
Výskumné skupiny ECB



**Obrázok 2**  
Výskumné priority ECB v roku 2016

<p><b>1. Neštandardná menová politika</b> Nákupy aktív a refinančné operácie Efektívna spodná hranica úrokových sadzieb Trvalá zmena inflácie</p>	<p><b>2. Inflácia v meniacom sa prostredí</b> Riziko neukotvenia inflačných očakávaní Domáce a globálne hybné sily nízkej inflácie</p>
<p><b>3. Nový makroprudenciálny rámec</b> Účinnosť alternatívnych politík Regulácia kapitálu a likvidity</p>	<p><b>4. Zdokonalenie HMÚ a konvergencia</b> Správa HMÚ a fiškálna politika Konkurencieschopnosť a konvergencia</p>

## 5.2 Výskumné skupiny Eurosystemu/ESCB

Výskumné skupiny Eurosystemu/ESCB zaznamenali v roku 2016 významný pokrok, keď všetky tri skupiny priniesli dôležité poznatky o fungovaní ekonomík EÚ a eurozóny.

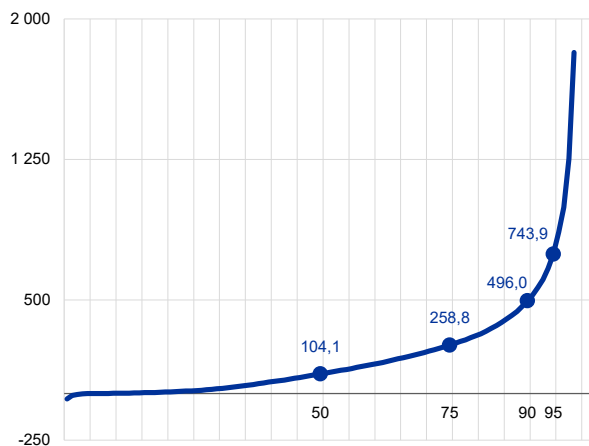
Pracovná skupina pre dynamiku miezd (WDN) dokončila tretie kolo prieskumu, ktorého cieľom bolo posúdiť, ako firmy v EÚ reagovali na rôzne šoky a štrukturálne reformy, ktoré sa uskutočnili v rokoch 2010 až 2013. Do prieskumu, ktorý priniesol súbor plne harmonizovaných údajov umožňujúcich dôkladnú porovnávaciu analýzu, sa zapojilo viac ako 25 000 firiem z 25 krajín EÚ. Táto skupina zverejnila v priebehu roka správy na úrovni krajín s kľúčovými poznatkami a článok v Ekonomickom bulletinu ECB, ktorý poskytol nové extenzívne poznatky o adaptácii miezd. Hlavným poznatkom, ktorý sa zistil v rámci tejto práce, je, že frekvencia zmien miezd v krajinách EÚ bola nižšia v období rokov 2010 až 2013 ako v predkrízovom období (2002 až 2007) a že sa to dá aspoň čiastočne pripísať nechote firiem znížiť

základné mzdy, hoci táto neochota bola menšia v krajinách, na ktoré sa vzťahoval program makroekonomickej konsolidácie.

### Graf 35

#### Rozdelenie bohatstva v domácnostiach eurozóny

(os y: v tis. EUR; os x: percentil čistého bohatstva)



Zdroj: Prieskum Eurosystému v oblasti financovania a spotreby domácností (HFCS).

Výskumná skupina na prieskum financovania a spotreby domácností koordinuje prieskum v tejto oblasti a analyzuje výsledné údaje; jej konečným cieľom je pochopiť, ako môžu rozdiely medzi spotrebiteľmi pomôcť vysvetliť agregovaný hospodársky vývoj. Táto skupina vydala v roku 2016 správu s výsledkami druhého kola prieskumu, do ktorého sa zapojilo viac ako 84 000 domácností v 20 krajinách. Prieskum sa primárne zameriava na bohatstvo domácností a jeho rozloženie (graf 35). Mediánová domácnosť vlastní čisté bohatstvo v hodnote 104 100 €; 75. percentil vlastní 258 800 EUR, 90. percentil 496 000 € a 95. percentil 743 900 €. Výskumná skupina skúmala niekoľko širokých oblastí, ktoré zahŕňali determinanty spotreby, štúdiu finančnej nestability domácností na posúdenie makroprudenciálnych nástrojov, prerozdelenie účinky cien aktív a menovej politiky<sup>93</sup>, meranie rozloženia bohatstva v domácnostiach a reakciu spotrebiteľských výdavkov na daňovú politiku.

Aj v roku 2016 bola skupina pre výskum konkurencieschopnosti naďalej centrom pre výskumníkov ESCB v oblasti analýzy konkurencieschopnosti a produktivity. Výstupy výskumu boli obzvlášť bohaté v oblasti medzinárodného obchodu, medzinárodnej transmisie hospodárskych šokov a efektívnosti rozdeľovania zdrojov v EÚ. Hlavným výstupom tejto výskumnej skupiny v roku 2016 bolo zostavenie a zverejnenie piateho súboru údajov o podnikoch EÚ. Tento súbor údajov sa skladá z komplexného súboru ukazovateľov týkajúcich sa produktivity a je jedinečný, pokiaľ ide o jeho záber aj porovnateľnosť jednotlivých krajín. Výskum využívajúci tieto nové údaje priniesol poznatky o väzbách medzi rastom produktivity a vytváraním pracovných miest v eurozóne.

## 5.3 Konferencie a publikácie

Vzhľadom na stúpajúci počet a zložitnosť problémov relevantných pre ECB nadobúda v posledných rokoch stále väčší význam špičkový výskum a dialóg s ekonómami pôsobiacimi v akademickom prostredí. So zreteľom na túto skutočnosť zorganizovala ECB v roku 2016 niekoľko špičkových výskumných podujatí, ktoré sa zameriavali na niektoré najnaliehavejšie problémy centrálnych bánk. Dve najvýznamnejšie z nich boli Fórum ECB o centrálnom bankovníctve v Sintre a prvá Výročná konferencia ECB o výskume. K ďalším významným konferenciám patrilo

<sup>93</sup> Ďalšie informácie sa nachádzajú aj v boxe 5 v časti 2.1 kapitoly 1.

Medzinárodné výskumné fórum o menovej politike, 9. seminár ECB o postupoch prognózovania a 12. konferencia výskumnej skupiny pre konkurencieschopnosť.

Výsledky mnohých výskumných aktivít ECB boli publikované. V roku 2016 bolo uverejnených celkovo 115 prác v rade publikácií ECB Working Paper Series. V karentovaných časopisoch bolo uverejnených 73 prác, ktorých autori alebo spoluautori sú pracovníci ECB. Tento súbor výskumných prác vysokej kvality bol aj východiskom pre lepšie oboznamovanie širšej, menej odbornej verejnosti s poznatkami z výskumu, napríklad prostredníctvom publikácie ECB Research Bulletin.

## 6 Činnosti a povinnosti v právnej oblasti

V roku 2016 sa ECB zúčastnila na niekoľkých konaniach na úrovni EÚ. ECB zaujala aj veľký počet stanovísk v súvislosti s požiadavkou vyplývajúcou zo zmluvy o nutnosti konzultovať s ECB všetky navrhované právne akty EÚ alebo návrhy národných legislatívnych aktov patriace do oblasti jej pôsobnosti, ako aj sledovať dodržiavanie zákazu menového financovania a privilegovaného prístupu. ECB prijala viacero právnych aktov a nástrojov súvisiacich s jej úlohami v oblasti dohľadu.

### 6.1 Účasť ECB na súdnych konaniach na úrovni EÚ

Súdny dvor Európskej únie rozhodol o odvolaní v dvoch skupinách konaní podaných niektorými vkladateľmi cyperských bánk, ktorých sa dotkli konsolidačné opatrenia z roku 2013. Žiadatelia namietali, že príslušné konsolidačné opatrenia uvalila ECB a Európska komisia na základe ich účasti na zasadnutiach Euroskupiny a ich úlohy na rokovaníach a pri prijatí cyperského memoranda o porozumení.

V prvej skupine konaní<sup>94</sup> žiadatelia požadovali zrušenie stanoviska Euroskupiny z 25. marca 2013 týkajúceho sa programu finančnej pomoci Cypru a najmä reštrukturalizácie jeho bankového sektora. Súdny dvor potvrdil nález Všeobecného súdu, že napadnuté stanovisko Euroskupiny sa nemôže považovať za spoločné rozhodnutie Komisie a ECB. Súdny dvor taktiež uviedol, že prijatie právneho rámca potrebného na reštrukturalizáciu bánk cyperskými orgánmi sa nemôže považovať za uvalené napadnutým spoločným rozhodnutím Komisie a ECB, ktoré nadobudlo konkrétnu podobu v stanovisku Euroskupiny. Tieto veci boli preto odmietnuté ako neprípustné.

V druhej skupine konaní<sup>95</sup> žiadatelia požadovali kompenzáciu strát, ktoré údajne utrpeli v dôsledku zaradenia odsekov o konsolidácii dvoch cyperských bánk do cyperského memoranda o porozumení, a/alebo zrušenie týchto sporných odsekov. Súdny dvor zrušil uznesenia všeobecného súdu vyslovujúce neprípustnosť na základe toho, že údajne nezákonné konanie inštitúcií EÚ môže teoreticky, dokonca

<sup>94</sup> Spojené konania C-105/15 P až C-109/15 P.

<sup>95</sup> Spojené konania C-8/15 P až C-10/15 P.



aj v právnom rámci Zmluvy o založení Európskeho mechanizmu pre stabilitu (Zmluva o ESM), viesť k vzniku povinnosti Európskej únie podľa článku 340 ods. 2 a 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Tento nález bol založený na povinnosti Európskej komisie podľa článku 17 ods. 1 Zmluvy o Európskej únii podporovať všeobecný záujem Únie a dohliadať na uplatňovanie práva EÚ a na jej povinnosť podľa článku 13 ods. 3 a 4 Zmluvy o ESM zabezpečovať súlad všetkých memoránd o porozumení, ktoré uzavrie ESM, s právom EÚ. Súdny dvor v podstate konania rozhodol, že vzhľadom na cieľ všeobecného záujmu, ktorý sleduje Európska únia, konkrétne na cieľ zabezpečiť finančnú stabilitu bankového systému v eurozóne, nepredstavujú konsolidačné opatrenia uvedené v cyperskom memorande o porozumení neznesiteľné a neprimerané zasahovanie do práva na vlastníctvo sťažovateľov. V tomto zmysle nie je možné domnievať sa, že Európska komisia tým, že povolila prijatie sporných odsekov v cyperskom memorande o porozumení, prispela k porušeniu práva sťažovateľov na vlastníctvo. Súdny dvor preto zamietol žiadosti o kompenzáciu ako žiadosti bez právneho základu.

Všeobecný súd Európskej únie rozhodol v júli 2016 v prospech ECB vo veci zrušenia a odškodnenia, ktorá sa týkala niektorých rozhodnutí Rady guvernérov ECB o poskytnutí núdzovej likvidity gréckym bankám zo strany Bank of Greece. Vo veci T-368/15 navrhovateľ uvádzal, že sporné rozhodnutia o poskytnutí núdzovej likvidity boli nezákonné a „nevyhnutne vedúce“ k dočasnému zatvoreniu bánk a ku kontrole pohybu kapitálu, ktoré zaviedli grécke orgány v lete roku 2015 a ktoré mali potom za následok, že žiadateľ utrpel „závažnú a nenapraviteľnú škodu“. Pokiaľ ide o žiadosť o zrušenie, Všeobecný súd dospel k záveru, že evidentne nebola splnená požiadavka, aby bol žiadateľ spornými rozhodnutiami o poskytnutí núdzovej likvidity priamo dotknutý, a preto žiadosť zamietol ako neprípustnú. Všeobecný súd konkrétne rozhodol, že dodržaním hornej hranice núdzovej pomoci sporné rozhodnutia žiadnym spôsobom nezaviedli opatrenia, o ktoré ide (teda kontrolu pohybu kapitálu), a mali za následok, že grécke orgány mohli úplne slobodne prijať iné ako uvedené opatrenia. Všeobecný súd zamietol ako neprípustnú aj žiadosť o odškodnenie.

V máji 2016 Všeobecný súd rozhodol o odvolaní, ktoré podalo 150 zamestnancov ECB (vec T-129/14 P) proti rozsudku Súdu pre verejnú službu vo veci F-15/10 týkajúceho sa dôchodkovej reformy ECB. Po asi dvojiročnom reformnom procese zmrazila ECB v máji 2009 existujúci dôchodkový plán, ktorý bol hybridným systémom, a prijala nový dôchodkový systém zložený z dávkovo definovaného systému ako prvého piliera a z definovaného príspevkového systému ako druhého piliera. Dôchodkové práva v dôchodkovom systéme ECB nadobúdajú za obdobia služby od 1. júna 2009 všetci zamestnanci vrátane tých, ktorí nastúpili do zamestnania v deň nadobudnutia platnosti reformy alebo pred týmto dňom, pričom jediná výnimka sa vzťahuje na zamestnancov, ktorí 31. mája 2009 dosiahli vek od 60 do 65 rokov, a vo vzťahu k ich minulej aj budúcej službe sa na nich naďalej vzťahuje dôchodkový plán ECB. V odvolaní, ktoré podalo 150 zamestnancov, sa v ôsmich dôvodoch kritizuje niekoľko bodov rozsudku prvého stupňa. Všeobecný súd v odvolacom rozsudku potvrdil rozsudok Súdu pre verejnú službu, v plnom rozsahu zamietol všetky osem dôvodov, a tým opäť v plnej miere potvrdil zákonnosť dôchodkovej reformy ECB. Pokiaľ ide o postup pri uskutočňovaní tejto reformy,

Všeobecný súd zastával názor, že ECB neporušila zásady zákonnosti a právnej istoty. Potvrdil, že o zmenách dôchodkových pravidiel bolo rozhodnuté v súlade s pravidlami pre kompetencie a postupy. Pokiaľ ide o vecné otázky, tento rozsudok bol hĺbkovou analýzou povahy dôchodkových práv. Všeobecný súd zastával názor, že dôchodkové práva nie sú súčasťou pojmu „odmeňovanie“ v zmysle smernice 91/533<sup>96</sup>. Z toho vyplýva, že nie sú nehmotným prvkom pracovnej zmluvy a ECB má právo reformovať dôchodkový systém bez súhlasu svojich zamestnancov. Vo vzťahu k nadobudnutému právu odísť do dôchodku vo veku 60 rokov bez obmedzenia výhod, na ktoré sa žiadatelia odvolávali, Všeobecný súd pripomenul, že je ustálenou judikatúrou, že úradník sa nemôže dožadovať nadobudnutého práva, pokiaľ skutočnosti, na základe ktorých toto právo vzniklo, nevznikli pred zmenou a doplnením príslušných ustanovení. Všeobecný súd ďalej zastával názor, že nadobudnuté práva zamestnancov, ktorí dosiahli vek 60 rokov, keď reforma nadobudla platnosť, neboli reformou dotknuté vzhľadom na prechodný režim, ktorý ECB zabezpečila v rámci reformy.

## 6.2 Stanoviská ECB a konzultácie

V článku 127 ods. 4 a článku 282 ods. 5 Zmluvy o fungovaní Európskej únie je upravená požiadavka, aby sa s ECB konzultovali všetky navrhované legislatívne akty EÚ, ako aj návrhy národných legislatívnych aktov spadajúcich do oblasti jej pôsobnosti.<sup>97</sup> Všetky stanoviská ECB sa uverejňujú na [internetovej stránke ECB](#). Stanoviská ECB k návrhom právnych predpisov EÚ sú uverejnené aj v Úradnom vestníku Európskej únie.

V roku 2016 ECB prijala osem stanovísk k návrhom právnych predpisov EÚ a 53 stanovísk k návrhom vnútroštátnych právnych predpisov, ktoré spadajú do jej pôsobnosti.

Najvýznamnejšie stanoviská na úrovni EÚ<sup>98</sup>, ktoré prijala ECB, sa týkali európskeho rámca pre jednoduchú, transparentnú a štandardizovanú sekuritizáciu a zmien a doplnení nariadenia o kapitálových požiadavkách (CON/2016/11), jednotného zastúpenia eurozóny v Medzinárodnom menovom fonde (CON/2016/22) a zriadenia európskeho systému ochrany vkladov (CON/2016/26).

<sup>96</sup> Smernica Rady zo 14. októbra 1991 o povinnosti zamestnávateľa informovať zamestnancov o podmienkach vzťahujúcich sa na zmluvu alebo na pracovno-právny vzťah (91/533/EEC).

<sup>97</sup> Spojené kráľovstvo je oslobodené od povinnosti konzultovať podľa protokolu (č. 15) o niektorých ustanoveniach týkajúcich sa Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska, ktorý je pripojený k zmluvám.

<sup>98</sup> Ďalšie stanoviská sú: CON/2016/10 k návrhu nariadenia, ktorým sa mení nariadenie o kapitálových požiadavkách, pokiaľ ide o výnimky pre obchodníkov s komoditami; CON/2016/15 k návrhu nariadenia o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie; CON/2016/27 k návrhu nariadenia, ktorým sa mení nariadenie o trhoch s finančnými nástrojmi, nariadenie o zneužívaní trhu a nariadenie o centrálnych depozitároch cenných papierov a k návrhu smernice, ktorou sa mení smernica o trhoch s finančnými nástrojmi; CON/2016/44 k návrhu nariadenia, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 345/2013 o európskych fondoch rizikového kapitálu a nariadenie (EÚ) č. 346/2013 o európskych fondoch sociálneho podnikania a CON/2016/49 k návrhu smernice, ktorou sa mení smernica (EÚ) 2015/849 o predchádzaní využívaniu finančného systému na účely prania špinavých peňazí alebo financovania terorizmu a smernica 2009/101/ES.

Viacero konzultácií vnútroštátnych orgánov sa týkalo právnych predpisov o bankovkách a minciach<sup>99</sup>, dohľadu nad platobnými systémami<sup>100</sup>, systémov zaknihovania cenných papierov<sup>101</sup>, povinných požiadaviek na úhrady a inkasá<sup>102</sup> a predchádzania praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu<sup>103</sup>.

ECB prijala stanoviská týkajúce sa národných centrálnych bánk (NCB), ktoré zahŕňali požiadavky na audit platné pre NCB<sup>104</sup>, oznamovacie povinnosti NCB voči vnútroštátnemu parlamentu<sup>105</sup>, fungovanie rozhodovacieho orgánu NCB<sup>106</sup>, zníženie odmeňovania vyšších úradníkov NCB<sup>107</sup>, nadobudnutie vlastníctva subjektu vykonávajúceho menovopolitické operácie v najodľahlejších oblastiach a zámorských územiach národnou centrálnou bankou<sup>108</sup>, operácie ELA národnej centrálnej banky<sup>109</sup>, úlohy NCB spojené s riešením krízových situácií<sup>110</sup>, úlohu NCB vo vzťahu k systému ochrany vkladov<sup>111</sup>, dohľad NCB nad poskytovaním platobných služieb<sup>112</sup>, podmienené inštitúcie (escrow institutions)<sup>113</sup> a dohody o spotrebiteľských úveroch<sup>114</sup>, prevádzkovanie centrálnych registrov úverov a registrov bankových účtov v NCB<sup>115</sup>, zber finančnej štatistiky národnou centrálnou bankou<sup>116</sup>, úlohu NCB pri hodnotení hospodárskej súťaže na trhu hypotekárnych úverov<sup>117</sup>, príspevok NCB do fondu spravovaného MMF<sup>118</sup>, úlohu NCB pri oznamovaní výberu poistného<sup>119</sup>, nástroje menovej politiky NCB krajín nepatriacich do eurozóny<sup>120</sup>, vylúčenie práva na započítanie pohľadávok, pokiaľ ide o úverové pohľadávky mobilizované ako zábezpeka v centrálnych bankách ESCB<sup>121</sup> a emisiu pamätných bankoviek národnými centrálnymi bankami<sup>122</sup>.

ECB prijala stanoviská k rôznym aspektom aktivít finančných inštitúcií<sup>123</sup>, ktoré zahŕňali hierarchiu veriteľov úverových inštitúcií pri platobnej neschopnosti<sup>124</sup>,

<sup>99</sup> [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) a [CON/2016/58](#).

<sup>100</sup> [CON/2016/38](#) a [CON/2016/61](#).

<sup>101</sup> [CON/2016/46](#).

<sup>102</sup> [CON/2016/13](#).

<sup>103</sup> [CON/2016/23](#).

<sup>104</sup> [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) a [CON/2016/52](#).

<sup>105</sup> [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) a [CON/2016/52](#).

<sup>106</sup> [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) a [CON/2016/52](#).

<sup>107</sup> [CON/2016/32](#).

<sup>108</sup> [CON/2016/14](#).

<sup>109</sup> [CON/2016/55](#).

<sup>110</sup> [CON/2016/5](#) a [CON/2016/28](#).

<sup>111</sup> [CON/2016/3](#) a [CON/2016/6](#).

<sup>112</sup> [CON/2016/19](#).

<sup>113</sup> [CON/2016/16](#).

<sup>114</sup> [CON/2016/31](#) a [CON/2016/34](#).

<sup>115</sup> [CON/2016/42](#) a [CON/2016/57](#).

<sup>116</sup> [CON/2016/29](#).

<sup>117</sup> [CON/2016/54](#).

<sup>118</sup> [CON/2016/21](#).

<sup>119</sup> [CON/2016/45](#).

<sup>120</sup> [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) a [CON/2016/56](#).

<sup>121</sup> [CON/2016/37](#).

<sup>122</sup> [CON/2016/60](#).

<sup>123</sup> [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) a [CON/2016/55](#).

zavedenie limitov na variabilné sadzby hypotekárnych úverov<sup>125</sup>, odmeňovanie vkladových sporiacich účtov<sup>126</sup>, požiadavky na hypotekárne odpisy<sup>127</sup>, preplácanie určitých spreadov účtovaných pri úveroch viazaných na cudziu menu<sup>128</sup>, reštrukturalizáciu úverov v cudzích menách<sup>129</sup>, reformu družstevných bánk<sup>130</sup>, obmedzenia pre nadobúdanie nehnuteľností alebo podielov na základnom imaní úverovými inštitúciami<sup>131</sup>, menovanie členov rady banky pre dohľad<sup>132</sup>, pomery platieb k príjmu a úveru k hodnote<sup>133</sup>, systém záruk pri sekuritizácii nesplácaných úverov<sup>134</sup>, uvalenie dane na určité finančné inštitúcie<sup>135</sup>, fungovanie centrálnych registrov úverov<sup>136</sup> a fungovanie vnútroštátnych systémov ochrany vkladov<sup>137</sup>.

ECB prijala aj stanovisko k úlohe zástupcu vnútroštátneho orgánu dohľadu v Rade pre dohľad ECB.<sup>138</sup>

Zaznamenalo sa osem prípadov nesplnenia povinnosti konzultovať s ECB o návrhoch národných legislatívnych aktov, pričom niektoré prípady sa považovali za jasné a dôležité.<sup>139</sup>

Konzultáciu s ECB opomenulo talianske ministerstvo hospodárstva a financií v prípade návrhu zákona o urgentných opatreniach na ochranu úspor v bankovom sektore, ktorého cieľom je zriadiť právny rámec pre mimoriadnu pomoc talianskym bankám z verejných financií. Grécke ministerstvo financií nekonzultovalo s ECB zákon o elektronických platbách.

Maďarské ministerstvo národného hospodárstva nekonzultovalo s ECB zákon o národných spoločenstvách bytovej výstavby,<sup>140</sup> ktorý vyvoláva obavy v súvislosti s možným porušením nezávislosti centrálnej banky.

Prípady, keď Grécko, Maďarsko a Taliansko nekonzultovali s ECB, sa považujú za zrejme a významné, ako aj opakované prípady.

---

<sup>124</sup> [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) a [CON/2016/53](#).

<sup>125</sup> [CON/2016/54](#).

<sup>126</sup> [CON/2016/51](#).

<sup>127</sup> [CON/2016/18](#).

<sup>128</sup> [CON/2016/50](#).

<sup>129</sup> [CON/2016/39](#).

<sup>130</sup> [CON/2016/17](#) a [CON/2016/41](#).

<sup>131</sup> [CON/2016/48](#).

<sup>132</sup> [CON/2016/28](#).

<sup>133</sup> [CON/2016/8](#).

<sup>134</sup> [CON/2016/17](#).

<sup>135</sup> [CON/2016/1](#).

<sup>136</sup> [CON/2016/42](#).

<sup>137</sup> [CON/2016/3](#) a [CON/2016/6](#).

<sup>138</sup> [CON/2016/43](#).

<sup>139</sup> Sú to: i) prípady, keď vnútroštátny orgán nepredložil ECB na konzultácie návrh ustanovení právneho predpisu patriaceho do jej pôsobnosti, a ii) prípady, keď vnútroštátny orgán formálne konzultoval s ECB, ale pred prijatím týchto ustanovení nevyčlenil dostatočný čas na preskúmanie návrhu ustanovení právneho predpisu a prijatie stanoviska.

<sup>140</sup> Zákon o národných spoločenstvách bytovej výstavby uverejnený v Magyar Kozlony (maďarský úradný vestník), číslo 49, 11. apríl 2016.

### 6.3 Vývoj v právnej oblasti súvisiaci s jednotným mechanizmom dohľadu

ECB prijala v roku 2016 viacero právnych nástrojov týkajúcich sa výkonu jej úloh v oblasti dohľadu, ktoré boli uverejnené v Úradnom vestníku Európskej únie a na internetovej stránke ECB. Zoznam právnych nástrojov týkajúcich sa bankového dohľadu, ktoré boli prijaté v roku 2016, sa nachádza vo [Výročnej správe ECB o činnosti dohľadu za rok 2016](#).

### 6.4 Dodržiavanie zákazu menového financovania a privilegovaného prístupu

Podľa článku 271(d) Zmluvy o fungovaní Európskej únie je ECB poverená úlohou monitorovať dodržiavanie zákazov vyplývajúcich z článkov 123 a 124 Zmluvy a nariadení Rady (ES) č. 3603/93 a 3604/93 národnými centrálnymi bankami EÚ i Európskou centrálnou bankou. Článok 123 zakazuje ECB a národným centrálnym bankám poskytovať vládam a inštitúciám alebo orgánom EÚ možnosť prečerpania účtov alebo akýkoľvek iný typ úveru, ako aj kupovať od nich na primárnom trhu dlhové nástroje, ktoré emitovali. Článok 124 zakazuje akékoľvek opatrenia, ak nesúvisia s obozretnosťou, ktoré by vládam a inštitúciám alebo orgánom EÚ umožnili privilegovaný prístup k finančným inštitúciám. Popri Rade guvernérov monitoruje dodržiavanie uvedených ustanovení členskými štátmi aj Európska komisia.

ECB monitoruje aj nákup dlhových nástrojov vydaných domácim verejným sektorom, verejným sektorom ostatných členských štátov a inštitúciami a orgánmi EÚ uskutočnený centrálnymi bankami krajín 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 123 Zmluvy. Takéto nadobúdanie sa nesmie stať formou nepriameho menového financovania verejného sektora.

V rámci monitorovacej činnosti za rok 2016 sa potvrdilo všeobecné dodržiavanie súladu s článkami 123 a 124 Zmluvy, ako aj so súvisiacimi nariadeniami Rady EÚ.

Monitorovaním sa zistilo, že nie všetky národné centrálny banky členských štátov EÚ aplikovali v roku 2016 také politiky úročenia vkladov verejného sektora, ktoré by boli v úplnom súlade s hornými hranicami úročenia. Konkrétne niekoľko národných centrálnych bánk musí zabezpečiť, aby miera úročenia vkladov verejnej správy nebola nad hornou hranicou sadzby, aj keď je táto sadzba záporná.

ECB vyhodnotila, že zriadenie a financovanie správcovskej spoločnosti MARK Zrt. maďarskou centrálnou bankou predstavuje porušenie zákazu menového financovania, ktoré si vyžaduje nápravu.

V máji 2016 poskytla Magyar Nemzeti Bank likviditu vo forme trojmesačného preklenovacieho úveru maďarskému systému náhrad pre investorov Karrendezesi Alap. Podľa ECB je táto operácia potenciálne v rozpore so zákazom menového

financovania vzhľadom na to, že k dispozícii boli iné možnosti poskytnutia krátkodobého financovania do systému náhrad pre investorov, ktoré by sa zaobišli bez finančnej účasti Magyar Nemzeti Bank. Tento prípad by nemal slúžiť ako precedens.

V nadväznosti na pochybnosti vyjadrené vo výročnej správe ECB z roku 2014 a 2015 pokračovala ECB v monitorovaní niekoľkých programov, ktoré Magyar Nemzeti Bank zaviedla v roku 2014 a 2015. Tieto programy nesúviseli s menovou politikou, sú však v potenciálnom rozpore so zákazom menového financovania do tej miery, že by sa mohli vnímať ako prípady, prostredníctvom ktorých Magyar Nemzeti Bank preberá úlohy štátu alebo iným spôsobom udeľuje finančné výhody štátu. Išlo o programy investovania maďarskej centrálnej banky do kúpy nehnuteľností, o program podpory finančnej gramotnosti realizovaný sieťou šiestich nadácií a o investičnú stratégiu týchto nadácií, o prestup bývalých zamestnancov orgánu finančného dohľadu Maďarska do centrálnej banky, o program nákupu maďarských umeleckých diel a majetku kultúrneho charakteru, ako aj o program na zvyšovanie motivácie bánk na nákup akceptovateľných cenných papierov, najmä štátnych dlhopisov. Vzhľadom na ich množstvo, rozsah a veľkosť bude ECB tieto operácie naďalej pozorne monitorovať s cieľom zabezpečiť, aby sa nedostali do rozporu so zákazom menového financovania a privilegovaného prístupu. Magyar Nemzeti Bank by tiež mala zabezpečiť, aby sa zdroje centrálnej banky, ktoré prideliла svojej sieti nadácií, priamo alebo nepriamo nepoužili na financovanie úloh štátu. ECB bude naďalej sledovať aj účasť Magyar Nemzeti Bank v budapeštianskej burze cenných papierov, keďže kúpa majoritného podielu Magyar Nemzeti Bank v budapeštianskej burze cenných papierov v novembri 2015 sa v súvislosti s menovým financovaním môže stále považovať za znepokojujúcu.

Zníženie objemu aktív IBRC v držbe Central Bank of Ireland počas roka 2016, najmä predajom dlhodobých dlhopisov s variabilnou sadzbou, je krokom k nutnej úplnej likvidácii týchto aktív. Pretrvávajúce vážne pochybnosti v súvislosti s menovým financovaním by však pomohol zmierniť ambicióznejší kalendár predajov.

## 7 Medzinárodné a európske vzťahy

### 7.1 Európske vzťahy

ECB v roku 2016 udržiavala úzky dialóg s európskymi inštitúciami a fórami, osobitne s Európskym parlamentom, Európskou radou, Radou ECOFIN, Euroskupinou a Európskou komisiou. V priebehu roka sa podnikli ďalšie kroky zamerané na dobudovanie bankovej únie a na ozdravenie finančného sektora eurozóny. Pracovný program zasadnutí Euroskupiny a Rady ECOFIN, na ktorých sa zúčastňoval prezident ECB a ostatní členovia jej Výkonnej rady, formovala hospodárska situácia v eurozóne a program makroekonomickej konsolidácie pre Grécko. Témou diskusií na zasadnutiach Európskej rady, na ktoré bol pozvaný prezident ECB, bola potreba koherentnej stratégie pre fiškálnu, finančnú a štrukturálnu politiku s cieľom podporiť oživenie v Európe.

## 7.1.1 Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe

Ďalšie práce na dokončení hospodárskej a menovej únie (HMÚ) sa vykonávali v súlade s plánom stanoveným v roku 2015 v tzv. správe piatich predsedov s názvom Dobudovanie hospodárskej a menovej únie v Európe.

Implementáciou smernice o ozdravení a riešení krízových situácií bánk a smernice o systéme ochrany vkladov sa dosiahol pokrok pri vytváraní bankovej únie. ECB počas celého roka naďalej obhajovala rozhodné kroky zamerané na dobudovanie bankovej únie, najmä v technických diskusiách zameraných na vytvorenie spoľahlivého spoločného zabezpečovacieho mechanizmu pre jednotný fond na riešenie krízových situácií a európskeho systému ochrany vkladov. Potenciál zvýšiť odolnosť finančného systému zlepšením cezhraničného zdieľania rizík a podporou širšieho a jednoduchšieho prístupu k financiám má spolu s bankovou úniou aj únia európskych kapitálových trhov.

Čo sa týka rámca správy hospodárskych záležitostí, začala fungovať Európska fiškálna rada. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, mal by sa posilniť mandát a inštitucionálna nezávislosť Európskej fiškálnej rady, aby mohla zohrávať významnú úlohu pri zvyšovaní transparentnosti a zlepšovaní dodržiavania fiškálnych pravidiel.<sup>141</sup> Rada EÚ vydala 20. septembra 2016 odporúčanie vyzývajúce krajiny eurozóny, aby zriadili vnútroštátne rady pre produktivitu. Rady pre produktivitu by mali poskytovať nové impulzy na realizáciu štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny. Ich efektívnosť bude závisieť nielen od očakávanej vysokej úrovne technických znalostí členov rád, ale aj od ich úplnej nezávislosti. Pri práci rád pre produktivitu by bolo potrebné zabezpečiť dostatočné zohľadňovanie európskeho rozmeru, a to výmenou osvedčených postupov medzi členskými štátmi a zdôrazňovaním rozmeru eurozóny pri hodnotení a riešení problémov produktivity na úrovni členských štátov.

ECB pravidelne zdôrazňovala potrebu jednotného a dôsledného uplatňovania ustanovení súčasného rámca správy ekonomických záležitostí, ak sa nedosiahol uspokojivý pokrok. Ako príklad môže slúžiť obmedzená realizácia odporúčaní Európskej komisie pre jednotlivé krajiny (časť 1.6 v kapitole 1) a nedostatočné plnenie požiadaviek Paktu stability a rastu.

Predpokladom vytvorenia potrebnej dôvery medzi členskými štátmi s cieľom napredovať pri zdokonaľovaní HMÚ bude dôsledné uplatňovanie rozpočtových pravidiel a účinnejšia koordinácia hospodárskych politík. ECB vždy zdôrazňovala význam väčšej zdieľanej suverenity zo strednodobého až dlhodobého hľadiska, napríklad posilnením riadenia prostredníctvom prechodu od pravidiel k inštitúciám.<sup>142</sup>

Európa čelí výzvam nielen v ekonomickej sfére, ale najmä v oblasti migrácie a bezpečnosti. Na trvalo udržateľné riešenie týchto problémov je potrebná silná

<sup>141</sup> Podrobnejšie informácie v boxe [The creation of a European Fiscal Board](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

<sup>142</sup> Viac aj v článku [Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.

ekonomika. Dobudovanie HMÚ je teda významnou úlohou pri posilňovaní Európy. Eurosystem je pripravený podporiť prácu v tejto oblasti.

## 7.1.2 Plnenie demokratickej zodpovednosti

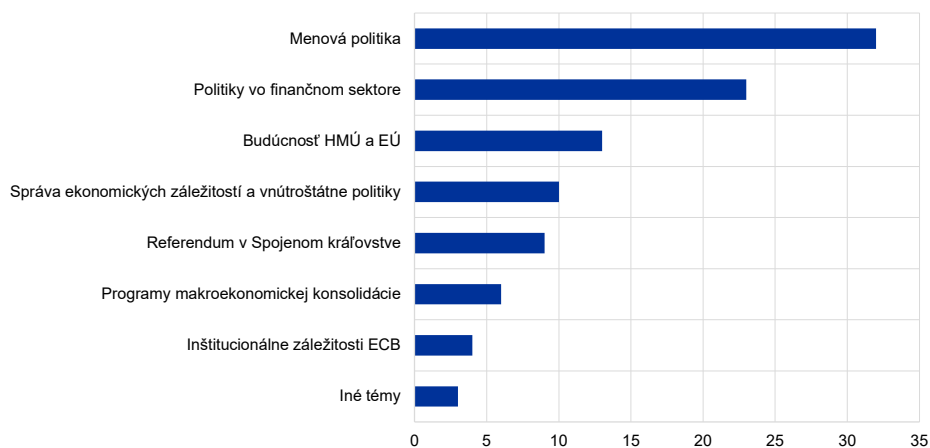
ECB je nezávislá inštitúcia, ktorá má v rámci svojho mandátu úplnú nezávislosť pri využívaní svojich nástrojov podľa potreby. Protiváhou tejto nezávislosti je zodpovednosť a v Zmluve o fungovaní Európskej únie sa upravuje, že ECB sa v prvom rade zodpovedá Európskemu parlamentu ako orgánu zloženému z volených zástupcov občanov EÚ.

V roku 2016 prezident ECB absolvoval štyri pravidelné vystúpenia vo Výbore Európskeho parlamentu pre hospodárske a menové záležitosti.<sup>143</sup> Poslanci Európskeho parlamentu sa na týchto vystúpeniach zamerali najmä na menovú politiku ECB, politiky finančného sektora, programy makroekonomickej konsolidácie a na reformu správy hospodárskych záležitostí eurozóny (graf 36).

### Graf 36

Témy otázok položených počas pravidelných vystúpení vo Výbore Európskeho parlamentu pre hospodárske a menové záležitosti

(v %)



Zdroj: ECB.

Ako ďalší krok k väčšej zodpovednosti sa ECB rozhodla v reakcii na návrh uvedený v rezolúcii Európskeho parlamentu publikovať v roku 2016 po prvýkrát spätnú väzbu na podnety Európskeho parlamentu uvedené v jeho uznesení o výročnej správe za predchádzajúci rok.<sup>144</sup> Tieto informácie sa predtým poskytovali len poslancom Európskeho parlamentu spolu s výročnou správou.

<sup>143</sup> Tieto úvodné vyhlásenia sa nachádzajú na [internetovej stránke ECB](#).

<sup>144</sup> Bod 23 uznesenia Európskeho parlamentu o Výročnej správe ECB za rok 2014, ktoré je dostupné na [internetovej stránke Európskeho parlamentu](#).



### Tabuľka 3

#### Prehľad vystúpení v Európskom parlamente v roku 2016

Vystúpenie	Člen Výkonnej rady	Dátum	Diskutované témy
Pravidelné vystúpenia vo Výbore Európskeho parlamentu pre hospodárske a menové záležitosti (ECON)	Prezident	15. februára	(viac v grafe 36)
		21. júna	
		26. septembra	
		28. novembra	
Vystúpenia týkajúce sa výročnej správy ECB	Prezident	1. februára	Diskusia v pléne o Výročnej správe ECB za rok 2014
	Viceprezident	7. apríla	Prezentácia Výročnej správy ECB za rok 2015 (zasadnutie ECON)
	Prezident	21. novembra	Diskusia v pléne o Výročnej správe ECB za rok 2015
Iné vystúpenia	Sabine Lautenschläger	25. januára	Zber údajov o úveroch (zasadnutie ECON)
	Benoit Cœuré	2. marca	Rozpočtová kapacita eurozóny (spoločné zasadnutie ECON a Výboru pre rozpočet)
		12. októbra	Tretí program makroekonomickej konsolidácie Grécka (zasadnutie pracovnej skupiny pre finančnú pomoc)

Zdroj: ECB.

ECB si plní povinnosť zodpovedať sa aj podávaním správ a odpoveďami na písomné otázky členov Európskeho parlamentu. V roku 2016 dostával prezident ECB listy s takýmito otázkami a odpovede na ne boli zverejnené na internetovej stránke ECB.<sup>145</sup> Väčšina otázok sa týkala výkonu neštandardných opatrení menovej politiky ECB, hospodárskeho výhľadu a programov makroekonomickej konsolidácie.

Rovnako ako v minulosti sa ECB zapojila aj do diskusie Európskeho parlamentu a Rady EÚ o legislatívnych návrhoch patriacich do jej kompetencie. Okrem rámca zodpovednosti sa ostatní zástupcovia ECB zúčastňovali na verejných zasadnutiach vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti týkajúcich sa technických diskusií k otázkam z oblasti odborných znalostí a úloh ECB.

Európskemu parlamentu a Rade EÚ sa ECB zodpovedá aj za činnosť v oblasti bankového dohľadu.<sup>146</sup> Podrobnejšie informácie sa uvádzajú vo [Výročnej správe ECB o činnosti dohľadu za rok 2016](#).

## 7.2 Medzinárodné vzťahy

V problematickom medzinárodnom prostredí sa ECB zapájala do diskusií na medzinárodných fórach, zhromažďovala informácie a oboznamovala so svojou vlastnou politikou, a tým posilňovala vzťahy s hlavnými medzinárodnými partnermi. Malo to veľký význam najmä v roku, keď menové orgány na celom svete ďalej podporovali rozbiehajúce sa hospodárske oživenie.

<sup>145</sup> Všetky odpovede prezidenta ECB na otázky poslancov Európskeho parlamentu sú zverejnené v príslušnej sekcii [internetovej stránky ECB](#).

<sup>146</sup> Písomné odpovede predsedníčky Rady ECB pre dohľad na otázky poslancov Európskeho parlamentu sú zverejnené na stránke ECB Banking Supervision.

## 7.2.1 G20

Čínske predsedníctvo v G20 sa v prostredí pokračujúceho tlmeného oživenia sústreďovalo na podnietenie globálneho rastu a úspešne dostalo do popredia úlohu štrukturálnych reforiem pri realizácii rozpočtovej a menovej politiky, tak aby sa dosiahol tento cieľ. Predsedníctvo G20 okrem toho rozšírilo debatu o motoroch rastu zahrnutím inovácie a digitalizácie. Skupina G20 zaviedla aj ďalšie opatrenia, ktoré umožnia v rámci jej vylepšeného programu štrukturálnych reforiem ich lepšie vzájomné hodnotenie. V prostredí stupňujúcich sa antiglobalizačných nálad sa skupina G20 sústredila viac na nerovnosť a inkluzívnosť a podporovala aj snahy o spravodlivejšie globálne daňové prostredie s novým zameraním na prospešné vlastníctvo a spôsoby riešenia nespokojujúcich daňových jurisdikcií. Ministri financií a guvernéri centrálnych bánk G20, na zasadnutiach ktorých sa zúčastňuje aj prezident ECB, sa zaviazali podrobne konzultovať otázky devízových trhov a vyhnúť sa v obchodnej a investičnej politike akejkoľvek forme protekcionizmu. Vzhľadom na nedávne teroristické útoky sa vystupňovalo aj úsilie o riešenie financovania terorizmu. Finalizáciu hlavných prvkov finančného regulačného rámca podporilo aj kladenie dôrazu na včasnú, úplnú a jednotnú realizáciu schváleného programu reformy finančného sektora. Lídri G20 na samite v Chang-čou taktiež podporili zelené financovanie a v diskusiách o medzinárodnej finančnej architektúre aj hodnotenie širšieho využívania zvláštnych práv čerpania (SDR), rozšírenie členstva v Parížskom klube a podporili aj úlohu nových a existujúcich multilaterálnych rozvojových bánk.

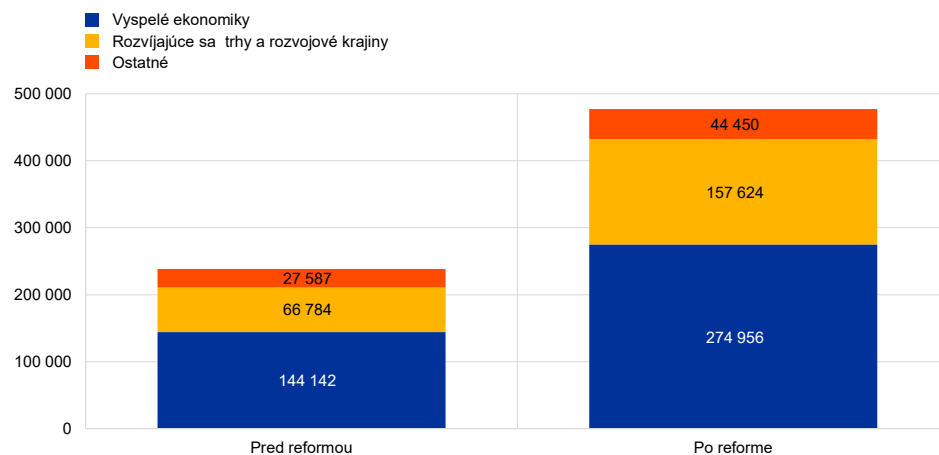
## 7.2.2 Politické otázky súvisiace s MMF a medzinárodnou finančnou architektúrou

ECB ďalej podporovala spoločné európske stanoviská v diskusiách v Medzinárodnom menovom fonde (MMF) o politikách fondu a celkovo o medzinárodnej finančnej architektúre. V oblasti správy ekonomických záležitostí MMF po ratifikácii požadovanej väčšinou jeho členov nadobudla začiatkom roka 2016 platnosť rozsiahla reforma kvót a spravovania hospodárskych záležitostí. Viedlo to k presunu viac ako 6 % podielu kvót na dynamicky sa rozvíjajúce a rozvojové krajiny, čo lepšie vyjadruje ich rastúcu úlohu v globálnej ekonomike. V rámci tohto balíka reforiem sa rozvinuté európske krajiny zaviazali znížiť svoje spoločné zastúpenie v rade o dve kreslá.

### Graf 37

#### Rozdelenie kvót MMF pred reformou z roku 2010 a po nej

(v mil. SDR)



Zdroj: MMF a výpočty odborníkov ECB.

ECB podporuje silný MMF, ktorý je založený na kvótach a s primeranými zdrojmi v centre medzinárodného menového systému, kde významne prispieva ku globálnej hospodárskej a finančnej stabilite. S podporou členských štátov EÚ sa v roku 2016 zdroje MMF na báze kvót zdvojnásobili na 477 mld. SDR. Členovia MMF vrátane členských štátov EÚ sa taktiež zaviazali poskytnúť približne 260 mld. SDR, aby sa pre MMF zabezpečil ďalší prístup k bilaterálnym pôžičkám podľa posilneného rámca správy hospodárskych záležitostí. Časový plán diskusií na 15. všeobecnom preskúmaní kvót bol zmenený tak, aby sa preskúmanie skončilo najneskôr do výročných zasadnutí v roku 2019.

Keďže je veľmi dôležité, aby politika poskytovania pôžičiek MMF zostala relevantná pre potreby jeho členov, MMF preskúmal primeranosť globálnej finančnej záchranej siete vrátane jej pokrytia, dostupnosti a nákladov na poskytovanie nástrojov na prevenciu a riešenie kríz.

V nadväznosti na krízy v niektorých krajinách eurozóny a na s nimi spojené programy poskytovania pôžičiek a makroekonomickej konsolidácie EÚ/MMF pre tieto krajiny Úrad pre nezávislé hodnotenie MMF (IEO) zverejnil komplexnú správu o úlohe fondu počas týchto kríz a jeho účasti na programoch finančnej pomoci pre Grécko, Írsko a Portugalsko. Správa sa zameriavala hlavne na rozhodovací proces MMF, ale obsahovala aj niekoľko úvah o ekonomických otázkach, ako sú napríklad príčiny kríz a povaha a primeranosť politických podmienok.

### 7.2.3 Technická spolupráca

ECB rozširuje technickú spoluprácu s centrálnymi bankami mimo Európskej únie s cieľom podporiť zdravé postupy centrálného bankovníctva a tým prispieť ku globálnej menovej a finančnej stabilite. V aktivitách v rámci tejto spolupráce sa odráža úloha ECB ako hlavnej centrálnej banky globálnej ekonomiky. ECB naďalej

spolupracovala aj s centrálnymi bankami krajín rozvíjajúcich sa ekonomík v rámci krajín G20 (napr. India a Turecko) s cieľom výmeny technických znalostí a osvedčených postupov. V roku 2016 bolo podpísané nové memorandum o porozumení s Banco Central do Brasil, ktoré bude východiskom pre intenzívnejšiu spoluprácu a ktoré sa zameriava na hlavné témy centrálného bankovníctva zahŕňajúce menovú politiku, finančnú stabilitu a bankový dohľad. Posilnená spolupráca s medzinárodnými a regionálnymi organizáciami podporovala komunikáciu ECB v Latinskej Amerike, Ázii a Afrike.

Spolupráca ECB s centrálnymi bankami v krajinách, ktoré majú perspektívu vstúpiť do Európskej únie, pokračovala najmä v rámci série regionálnych seminárov. Špecializované podujatia sa zameriavali na inštitucionálne výzvy v kontexte prístupového procesu EÚ, makroprudenciálny a mikroprudenciálny dohľad a na nezávislosť centrálnych bánk ako kľúčový prvok dobrej správy hospodárskych záležitostí. Technická spolupráca s centrálnymi bankami kandidátskych a potenciálnych kandidátskych krajín na vstup do EÚ sa uskutočňuje v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami EÚ a dopĺňa pravidelné monitorovanie a analýzu hospodárskeho a finančného vývoja v týchto krajinách a politický dialóg s ich centrálnymi bankami.

## Box 9

### Brexit – dôsledky a perspektíva

---

V Spojenom kráľovstve sa 23. júna 2016 uskutočnilo referendum o zotrvaní Spojeného kráľovstva v EÚ. Väčšina – 51,9 % hlasov – bola za odchod Spojeného kráľovstva z Európskej únie. Podľa článku 50 Zmluvy o Európskej únii sa proces rokovaní o dohode o vystúpení medzi Európskou úniou a Spojeným kráľovstvom začne formálnym oznámením Spojeného kráľovstva, že má v úmysle vystúpiť z Európskej únie. V súčasnosti obklopuje budúce hospodárske vzťahy Spojeného kráľovstva s Európskou úniou veľká neistota.<sup>147</sup>

Okamžité následky referenda charakterizovala zvýšená neistota, krátkodobá vlna volatility a prudký pokles hodnoty libry šterlingov. Eurozóna prestála tento nárast neistoty a volatility s povzbudzujúcou odolnosťou vďaka prípravám centrálnych bánk a orgánov dohľadu (zahŕňajúcim dodávanie likvidity centrálnymi bankami a zapojenie orgánov dohľadu do aktivít bánk súvisiacich s likviditou, financovaním a operačnými rizikami), ako aj vďaka posilnenému regulačnému rámcu.<sup>148</sup> Hoci vzhľadom na vysoké úrovne nadbytočnej likvidity bolo nepravdepodobné, že by ECB musela siahnuť po pohotovostných opatreniach, bolo zabezpečené – ako sa uvádzalo v [tlačovej správe ECB](#) z 24. júna 2016 – že v prípade potreby by sa mohla poskytnúť dodatočná likvidita aj prostredníctvom [stálych swapových dohôd](#) s Bank of England. Bankový dohľad ECB bol pred referendom v úzkom kontakte s väčšinou významných bánk, aby sa zaistilo, že budú pozorne sledovať riziká a pripravovať sa na možné výsledky referenda.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, presné hospodárske dôsledky výsledku referenda je ťažké predpovedať. Budú závisieť hlavne od načasovania, napredovania a konečného výsledku nadchádzajúcich rokovaní medzi Európskou úniou a Spojeným kráľovstvom. Vplyv výsledku referenda na

<sup>147</sup> Viac informácií sa nachádza aj v časti 1.1 kapitoly 1.

<sup>148</sup> Širšia analýza sa nachádza v časti 1.2 kapitoly 1.

hospodársky výhľad eurozóny sa analyzoval v [makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2016](#) a v jednom [boxe Ekonomického bulletinu ECB](#), v ktorom sa zistil len obmedzený vplyv na hospodársku aktivitu v eurozóne v krátkodobom horizonte. Aspektmi finančnej stability súvisiacimi s výsledkom referenda sa v novembri 2016 zaoberala aj [správa o finančnej stabilite](#). Uvádza sa v nej, že väčšina trhových segmentov, ktoré ovplyvnili turbulencie v dôsledku referenda v Spojenom kráľovstve, rýchlo obnovila väčšiu časť svojich strát.

Prezident ECB vysvetlil, ako ECB hodnotí prípadný vplyv Brexitu aj pri niekoľkých príležitostiach v Európskom parlamente, napríklad [26. septembra 2016](#) a [28. novembra 2016](#). ECB pri týchto príležitostiach zdôrazňovala výhody jednotného trhu pre eurozónu aj pre Spojené kráľovstvo. Bez ohľadu na to, akú formu bude mať vzťah medzi Európskou úniou a Spojeným kráľovstvom, rozhodujúce bude, aby sa zachovala integrita jednotného trhu a homogénnosť pravidiel a ich presadzovania. Hlavy štátov alebo predsedovia vlád zostávajúcich 27 členských štátov EÚ na neformálnom zasadnutí v septembri v Bratislave po prvýkrát diskutovali o spoločnej budúcnosti po očakávanom odchode Spojeného kráľovstva. V reakcii na súčasné obavy občanov sa dohodli na stratégii riešenia spoločných výziev súvisiacich s migráciou, terorizmom a hospodárskou a sociálnou neistotou. ECB pri viacerých príležitostiach zdôraznila, že aby mohla Európa posilniť svoje kapacity v týchto oblastiach, musí mať európsky projekt pevnejšie ekonomické základy.

---

## 8 Externá komunikácia

### Vysvetľovanie politiky ECB občanom Európy

Otvorená a transparentná komunikácia zvyšuje efektívnosť politiky centrálnych bánk. Predstavuje prostriedok na informovanie verejnosti a finančných trhov o cieľoch a úlohách banky a na zdôvodňovanie jej krokov, čím pomáha usmerňovať očakávania. ECB tradične uplatňuje otvorenú komunikáciu, pričom v roku 2016 rozšírila svoje komunikačné aktivity o ešte aktívnejší prístup k poskytovaniu informácií a kládla väčší dôraz na digitálnu formu komunikácie.

### Informačné aktivity

V roku 2016 ECB ďalej prehlbovala svoju iniciatívu aktívne oslovovať verejnosť s cieľom zlepšiť pochopenie politik a rozhodnutí ECB, a tak budovať väčšiu dôveru všetkých občanov eurozóny.

Vo Frankfurtě ECB privítala 522 skupín návštevníkov predstavujúcich viac ako 15 000 hostí z 35 krajín. Vďaka všeobecným aj tematickým prezentáciám mali možnosť priamo komunikovať s odborníkmi z ECB. Hostia tiež mohli v rámci prehliadok so sprievodcom vidieť novú budovu ECB či výstavy zamerané na umelecké diela a európsku menu. Od júla 2016 začala ECB každú prvú sobotu v mesiaci otvárať svoje dvere miestnej komunite, a tak vo svojich priestoroch v druhom polroku privítala ďalších viac ako 3 000 návštevníkov.

Banka už po šiesty raz usporiadala medzinárodnú súťaž študentov Generácia Euro zameranú na vysvetľovanie svojich úloh mladším občanom eurozóny. Táto súťaž predstavuje základný interaktívny kontakt banky so študentmi vo veku 16 až 19 rokov a s ich učiteľmi. Jej cieľom je naučiť ich viac o menovej politike a samotnej ECB. Študenti hrajú hru, v ktorej na základe svojho vyhodnotenia hospodárskej a menovej situácie v eurozóne prijímajú menovopolitické rozhodnutia.

ECB sa tiež zameriava na mladšie vekové skupiny. Približne 230 detí vo veku od osem do desať rokov sa 3. októbra 2016 mohlo s rodičmi zúčastniť v priestoroch ECB na druhom dni otvorených dverí populárnej nemeckej detskej televíznej šou „Vysielanie s myšou“ (Die Sendung mit der Maus). Tento program zahŕňal prehliadku budovy so sprievodcom, prezentácie a dielne o úlohách a funkcii ECB, o eurových bankovkách a minciach, ako aj vzdelávacie hry a výstavy.

Aktívna komunikácia prebiehala aj mimo Frankfurtu. ECB sa napríklad spolu s Central Bank of Ireland zúčastnila na írskom národnom poľnohospodárskom šampionáte 2016 (National Ploughing Championships), ktorý je najväčšou poľnohospodárskou výstavou a trhom pod šírým nebom v Európe.

## Väčšia digitalizácia

ECB naďalej prehľbovala úsilie zamerané na digitálnu komunikáciu s cieľom prispôsobiť sa aktuálnym spotrebiteľským trendom.

Z hľadiska obsahu sa zamerala viac na ľahšiu dostupnosť pre verejnosť, pričom lepšiu zrozumiteľnosť svojich rozhodnutí dosahovala použitím jednoduchého jazyka a na vysvetľovanie inak veľmi odborných tém používala digitálne komunikačné kanály. Takýmto príkladom sú vysvetlenia na internetovej stránke ECB, ktoré sú dostupné v mnohých jazykoch EÚ. Táto digitálna orientácia sa spája s častejším využívaním infografiky.

Banka pokračovala v technickej modernizácii svojich internetových stránok. Stránky ECB aj Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) sa stali plne responzívnymi, čím sa zabezpečilo, že samotné stránky aj významné publikácie možno optimálnym spôsobom prehliadať na akomkoľvek zariadení, ktoré čitateľ používa. ECB okrem toho zareagovala na zvýšený dopyt po vysokokvalitnom kontinuálnom prenose (streamingu) udalostí.

Prítomnosť banky na sociálnych sieťach sa tiež zintenzívnila. Účet ECB na [Twitteri](#) má v súčasnosti viac ako 360 000 sledovateľov a využíva sa na propagáciu publikácií a hlavných myšlienok z prednášok. V decembri 2016 vysielala ECB na Twitteri svoju prvú živú debatu, počas ktorej Benoît Cœuré odpovedal na otázky verejnosti kladené prostredníctvom #askECB, čím sa umožnila priama interakcia v reálnom čase. ECB okrem toho využíva svoj kanál na YouTube, kde zverejňuje videá, kým fotografie zdieľa na Flickr. Banka má tiež účet na LinkedIn, na ktorý sa prihlásilo okolo 43 000 ľudí.

# Prílohy

## 1 Inštitucionálny rámec

### Rozhodovacie orgány a riadenie ECB

Eurosystém a Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) sú riadené rozhodovacími orgánmi ECB: [Radou guvernérov](#) a [Výkonnou radou](#). [Generálna rada](#) bola zriadená ako tretí orgán ECB s rozhodovacou právomocou na obdobie, kým euro neprijmú všetky členské krajiny EÚ. Činnosť rozhodovacích orgánov sa riadi Zmluvou o fungovaní Európskej únie, Štatútom ESCB a príslušným rokovacím poriadkom.<sup>149</sup> Rozhodovacie procesy v Eurosystéme a ESCB sú centralizované. ECB a národné centrálné banky krajín eurozóny okrem toho vzájomnou spoluprácou na strategickú i operatívnej úrovni prispievajú k dosahovaniu spoločných cieľov Eurosystému, pričom sa dodržiava zásada decentralizácie v súlade so Štatútom ESCB.

So zreteľom na kompetencie ECB súvisiace s bankovým dohľadom Rada guvernérov prijíma právne predpisy zavádzajúce všeobecný rámec pre prijímanie rozhodnutí dohľadu a formou implicitného súhlasu schvaľuje návrhy rozhodnutí v oblasti dohľadu, ktoré pripravila [Rada pre dohľad](#).<sup>150</sup> Podrobnejšie informácie o úlohách ECB v oblasti dohľadu sa nachádzajú vo [Výročnej správe ECB o činnosti dohľadu za rok 2016](#).

### Rada guvernérov

[Rada guvernérov](#) je hlavným rozhodovacím orgánom ECB. Jej členmi sú členovia Výkonnej rady ECB a guvernéri národných centrálnych bánk krajín eurozóny. Hlasovacie práva členov Rady guvernérov sa striedajú podľa konkrétnej schémy, ktorá je k dispozícii na [internetovej stránke ECB](#).

Rada guvernérov sa spravidla [stretáva raz za dva týždne](#) v priestoroch ECB v nemeckom Frankfurt nad Mohanom. V roku 2016 sa uskutočnilo celkom 23 stretnutí. Zasadnutia venované menovej politike sa konajú každých šesť týždňov. K týmto zasadnutiam sa spravidla so štvortýždňovým odstupom zverejňuje [správa z rokovaní o menovej politike](#). Na nemenovopolitických zasadnutiach rokuje Rada

<sup>149</sup> Rozhodnutia ustanovujúce rokovací poriadok ECB: rozhodnutie EÚ/2016/1717 z 21. septembra 2016, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2004/2, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Európskej centrálnej banky (ECB/2016/27), Ú. v. EÚ L 258, 24.9.2016, s. 17 a rozhodnutia ECB/2015/8, ECB/2014/1 a ECB/2009/5; rozhodnutie ECB/2004/2 z 19. februára 2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ 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. EÚ L 230, 30.6.2004, s. 61; a rozhodnutie ECB/1999/7 z 12. októbra 1999 týkajúce sa rokovacieho poriadku Výkonnej rady ECB, Ú. v. ES L 314, 8.12.1999, s. 34. Tieto rokovacie poriadky sa nachádzajú na [internetovej stránke ECB](#).

<sup>150</sup> Ďalšie informácie o rozhodovaní v rámci jednotného mechanizmu dohľadu sú na [internetovej stránke bankového dohľadu ECB](#).

guvernérov hlavne o záležitostiach týkajúcich sa ostatných úloh a povinností ECB a Eurosystemu. Pre zabezpečenie oddelenia menovej politiky ECB a ďalších úloh od povinností v oblasti dohľadu sa Rada guvernérov na osobitných zasadnutiach venuje výlučne záležitostiam dohľadu.

Rada guvernérov môže prijímať rozhodnutia aj prostredníctvom písomného konania. V roku 2016 sa uskutočnilo viac ako 1 400 písomných konaní. Vo viac ako 1 000 prípadoch išlo o postupy vychádzajúce z implicitného súhlasu.

## **Rada guvernérov**

**Mario Draghi**, prezident ECB

**Vítor Constâncio**, viceprezident ECB

**Josef Bonnici**, guvernér Central Bank of Malta (do 30. júna 2016)

**Benoît Cœuré**, člen Výkonnej rady ECB

**Carlos Costa**, guvernér Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadjiová**, guvernérka Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson**, guvernér Eesti Pank

**Boštjan Jazbec**, guvernér Banka Slovenije

**Klaas Knot**, prezident De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane**, guvernér Central Bank of Ireland

**Sabine Lautenschlägerová**, členka Výkonnej rady ECB

**Erkki Liikanen**, guvernér Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde**, guvernér Banco de España

**Jozef Makúch**, guvernér Národnej banky Slovenska

**Yves Mersch**, člen Výkonnej rady ECB

**Ewald Nowotny**, guvernér Oesterreichische Nationalbank

**Peter Praet**, člen Výkonnej rady ECB

**Gaston Reinesch**, guvernér Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs**, guvernér Latvijas Banka

**Jan Smets**, guvernér Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Yannis Stournaras**, guvernér Bank of Greece



**Vitas Vasiliauskas**, predseda správnej rady Lietuvos bankas

**Mario Vella**, guvernér Central Bank of Malta (od 1. júla 2016)

**François Villeroy de Galhau**, guvernér Banque de France

**Ignazio Visco**, guvernér Banca d'Italia

**Jens Weidmann**, prezident Deutsche Bundesbank



Predný rad (zľava): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschlägerová, Benoît Cœuré, Chrystalla Georgiadjiová, Philip R. Lane, Yves Mersch

Stredný rad (zľava): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

Zadný rad (zľava): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Peter Praet, Vitas Vasiliauskas

Poznámka: Luis M. Linde a Mario Vella neboli v čase fotografovania prítomní.

## Výkonná rada

**Výkonnú radu** tvoria prezident a viceprezident ECB a štyria ďalší členovia vymenovaní kvalifikovanou väčšinou Európskej rady po konzultácii s Európskym parlamentom a ECB. Výkonná rada je zodpovedná za prípravu zasadnutí Rady guvernérov, uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne v súlade so stanovenými smernicami a rozhodnutiami prijatými Radou guvernérov a za riadenie každodenných činností ECB.

## Výkonná rada

**Mario Draghi**, prezident ECB

**Vítor Constâncio**, viceprezident ECB

**Benoît Cœuré**, člen Výkonnej rady ECB

**Sabine Lautenschlägerová**, členka Výkonnej rady ECB

**Yves Mersch**, člen Výkonnej rady ECB

**Peter Praet**, člen Výkonnej rady ECB



Predný rad (zľava): Sabine Lautenschlägerová, Mario Draghi, Vítor Constâncio

Zadný rad (zľava): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

## Generálna rada

**Generálnu radu** tvorí prezident a viceprezident ECB a guvernéri národných centrálnych bánk všetkých 28 členských štátov EÚ. Generálna rada sa okrem iného podieľa na poradných funkciách pre ECB, zbere štatistických informácií, zavedení nevyhnutných pravidiel pre šandardizáciu účtovníctva a výkazníctva operácií uskutočňovaných národnými centrálnymi bankami, prijímaní opatrení súvisiacich so zavedením iného kľúča na upisovanie základného imania ECB ako ustanovuje zmluva a stanovení podmienok pre zamestnávanie zamestnancov ECB.

## Generálna rada

**Mario Draghi**, prezident ECB

**Vitor Constâncio**, viceprezident ECB

**Marek Belka**, prezident Narodowy Bank Polski (do 20. júna 2016)

**Josef Bonnici**, guvernér Central Bank of Malta (do 30. júna 2016)

**Mark Carney**, guvernér Bank of England

**Carlos Costa**, guvernér Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadjiová**, guvernérka Central Bank of Cyprus

**Adam Glapiński**, prezident Narodowy Bank Polski (od 21. júna 2016)

**Ardo Hansson**, guvernér Eesti Pank

**Stefan Ingves**, guvernér Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu**, guvernér Banca Națională a României

**Boštjan Jazbec**, guvernér Banka Slovenije

**Klaas Knot**, prezident De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane**, guvernér Central Bank of Ireland

**Erkki Liikanen**, guvernér Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde**, guvernér Banco de España

**Jozef Makúch**, guvernér Národnej banky Slovenska

**György Matolcsy**, guvernér Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny**, guvernér Oesterreichische Nationalbank

**Dimitar Radev**, guvernér Българска народна банка (Bulharskej národnej banky)

**Gaston Reinesch**, guvernér Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs**, guvernér Latvijas Banka

**Lars Rohde**, guvernér Danmarks Nationalbank

**Jiří Rusnok**, guvernér Českéj národnej banky (od 1. júla 2016)

**Miroslav Singer**, guvernér Českéj národnej banky (do 30. júna 2016)

**Jan Smets**, guvernér Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Yannis Stournaras**, guvernér Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas**, predseda správnej rady Lietuvos bankas

**Mario Vella**, guvernér Central Bank of Malta (od 1. júla 2016)

**François Villeroy de Galhau**, guvernér Banque de France

**Ignazio Visco**, guvernér Banca d'Italia

**Boris Vujčić**, guvernér Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann**, prezident Deutsche Bundesbank

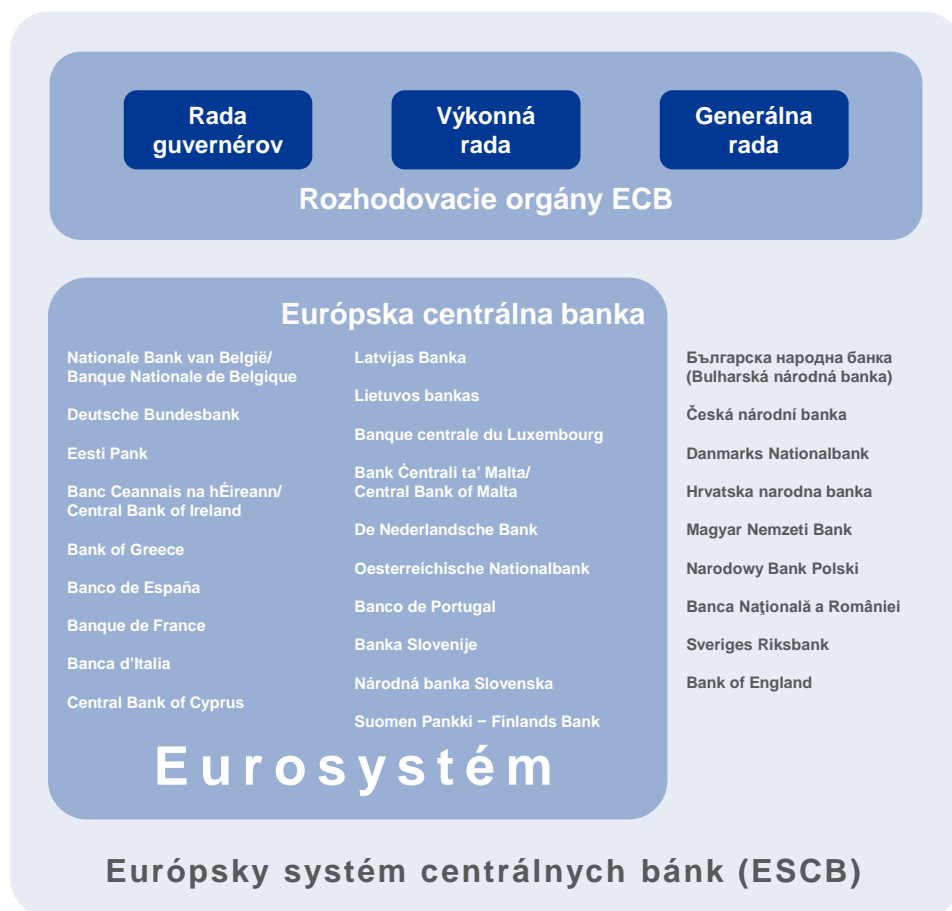


Predný rad (zľava): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadjiová, Philip R. Lane

Stredný rad (zľava): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Zadný rad (zľava): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Poznámka: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić a Mario Vella neboli v čase fotografovania prítomní.



## System riadenia

Popri rozhodovacích orgánoch zahŕňa systém riadenia ECB tiež dva výbory na vysokej úrovni – výbor pre audit a etický výbor, ako aj niekoľko vonkajších a vnútorných kontrolných mechanizmov. Dopĺňa ho etický rámec, rozhodnutie ECB<sup>151</sup>, v ktorom sa ustanovujú podmienky vyšetrovania zameraného proti podvodom, a pravidlá o verejnom prístupe k dokumentom ECB. Po zavedení jednotného mechanizmu dohľadu (SSM) sa dôležitosť systému riadenia pre ECB ešte prehĺbila.

## Výbor pre audit

Výbor ECB pre audit poskytuje Rade guvernérov poradenstvo a stanoviská v oblastiach týkajúcich sa i) integrity finančných údajov, ii) dohľadu nad vnútornou kontrolou, iii) dodržiavania platných zákonov, nariadení a kódexov správania

<sup>151</sup> Rozhodnutie EÚ/2016/456 ECB zo 4. marca 2016 o podmienkach vyšetrovaní vykonávaných Európskym úradom pre boj proti podvodom v ECB v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupciou a všetkými ostatnými protiprávnymi činnosťami poškodzujúcimi finančné záujmy únie (ECB/2016/3), Ú. v. EÚ L 79, 30.3.2016, s. 34.

a iv) výkonu funkcií auditu. Jeho **mandát** je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Výboru pre audit predsedá Erkki Liikanen a jeho ďalšími štyrmi členmi v roku 2016 boli: Vítor Constâncio, Josef Bonnici<sup>152</sup>, Patrick Honohan and Ewald Nowotny.

## Etický výbor

V snahe zabezpečiť primerané a jednotné uplatňovanie rôznych kódexov správania orgánov, ktoré sa podieľajú na rozhodovacích procesoch ECB, etický výbor ECB poskytuje členom Rady guvernérov, Výkonnej rady a Rady pre dohľad odporúčania a usmernenia týkajúce sa otázok etiky. Jeho **mandát** je k dispozícii na internetovej stránke ECB. Predsedom Etického výboru je Jean-Claude Trichet a ďalšími dvoma externými členmi sú Patrick Honohan<sup>153</sup> a Klaus Liebscher.

## Vonkajšie a vnútorné kontrolné mechanizmy

### Vonkajšie kontrolné mechanizmy

V Štatúte ESCB sa ustanovujú dve úrovne vonkajšej kontroly, a to externý audítor menovaný na základe rotačného systému na päťročné obdobie, ktorý overuje ročnú účtovnú závierku ECB, a Európsky dvor audítorov, ktorý hodnotí prevádzkovú efektívnosť riadenia ECB.

### Vnútorné kontrolné mechanizmy

V ECB je zavedený trojstupňový systém vnútornej kontroly, ktorý sa skladá i) z kontroly manažmentu, ii) z kontroly rizík a dodržiavania predpisov a iii) zo zaistenia nezávislého auditu.

Štruktúra vnútornej kontroly ECB je založená na funkčnom systéme, v ktorom všetky organizačné útvary (sekcie, odbory, riaditeľstvá a generálne riaditeľstvá) nesú hlavnú zodpovednosť za riadenie vlastných rizík, ako aj za zabezpečovanie účinnosti a efektívnosti svojich činností.

Kontrolné funkcie sa skladajú z monitorovacích mechanizmov a účinných postupov na dosiahnutie primeranej kontroly finančných a operačných rizík, ako aj rizika poškodenia dobrého mena a rizika konania. Tento druhý stupeň kontroly sa uskutočňuje prostredníctvom interných mechanizmov ECB (napríklad mechanizmov kontroly rozpočtu a kontrolingu, riadenia operačného a finančného rizika, zabezpečenia kvality bankového dohľadu a zabezpečenia súladu s právnymi predpismi) alebo podľa potreby aj prostredníctvom výborov ESCB/Eurosystému (napr. výboru pre organizačný vývoj, výboru pre riadenie rizika a rozpočtového výboru).

<sup>152</sup> Od 1. decembra 2016 nahradil vo funkcii Hansa Tietmeyera.

<sup>153</sup> Od 1. augusta 2016 nahradil vo funkcii Hansa Tietmeyera.

Navyše, nezávisle od vnútornej kontrolnej štruktúry a monitorovania rizík v ECB sa audit uskutočňuje v súlade so stanovami auditu ECB aj prostredníctvom funkcií interného auditu ECB v priamej riadiacej pôsobnosti Výkonnej rady. Aktivity interného auditu ECB sa riadia medzinárodnými štandardmi pre odborný výkon interného auditu zavedenými Inštitútom interných audítorov. Pri dosahovaní cieľov Eurosystemu a SSM pomáha aj výbor interných audítorov, ktorý tvoria experti interného auditu z ECB, národných centrálnych bánk a príslušných vnútroštátnych orgánov.

## Etický rámec ECB

Etický rámec ECB pozostáva z kódexu správania pre členov Rady guvernérov, doplnkového kódexu etických kritérií pre členov Výkonnej rady, kódexu správania pre členov Rady pre dohľad a zo služobného poriadku ECB. Etický rámec stanovuje etické pravidlá a hlavné zásady na zabezpečenie najvyššej úrovne integrity, kompetencie, účinnosti a transparentnosti pri plnení úloh ECB. Okrem iného poskytuje podrobné opatrenia týkajúce sa zamedzenia a riadenia možného konfliktu záujmov; obmedzenia, oznamovacie povinnosti a monitorovací systém týkajúci sa súkromných finančných transakcií; pravidlá lehoty na rozmyslenie vzhľadom na neskoršie pracovné činnosti; a podrobné pravidlá týkajúce sa externých činností a vzťahov s externými stranami.

## Opatrenia na boj proti podvodom a praniu špinavých peňazí

Európsky parlament a Rada EÚ prijali v roku 1999 nariadenie<sup>154</sup>, ktoré by malo okrem iného Európskemu úradu pre boj proti podvodom (European Anti-Fraud Office – OLAF) umožniť v prípade podozrenia z podvodu interné vyšetrovanie v inštitúciách, orgánoch, úradoch a agentúrach EÚ. V roku 2004 Rada guvernérov v súvislosti s prevenciou podvodov, korupcie a ďalších nezákonných činností schválila právny rámec, ktorý stanovuje podmienky vyšetrovania Európskej centrálnej banky úradom OLAF. Tento rámec bol upravený v roku 2016.<sup>155</sup> V roku 2007 ECB okrem toho zaviedla interné programy prevencie prania špinavých peňazí (anti-money laundering – AML) a financovania terorizmu (counter-terrorist financing – CTF). Doplnením rámca AML/CTF je interný oznamovací systém, ktorý zabezpečuje systematický zber všetkých relevantných informácií a ich náležité ohlasovanie Výkonnej rade.

<sup>154</sup> Nariadenie (ES) č. 1073/1999 Európskeho parlamentu a Rady z 25. mája 1999 o vyšetrovaniach Európskeho úradu pre boj proti podvodom (OLAF), Ú. v. EÚ L 136, 31.5.1999, s. 1.

<sup>155</sup> Rozhodnutie EÚ/2016/456 ECB zo 4. marca 2016 o podmienkach vyšetrovaní vykonávaných Európskym úradom pre boj proti podvodom v ECB v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupciou a všetkými ostatnými protiprávnymi činnosťami poškodzujúcimi finančné záujmy únie (ECB/2016/3), Ú. v. EÚ L 79, 30.3.2016, s. 34.

## Prístup k dokumentom ECB

Rozhodnutie ECB o verejnom prístupe k dokumentom ECB<sup>156</sup> korešponduje s cieľmi a štandardmi uplatňovanými v iných inštitúciách a orgánoch EÚ v rámci prístupu verejnosti k dokumentom. Toto rozhodnutie zvyšuje transparentnosť a zároveň zohľadňuje nezávislosť ECB a národných centrálnych bánk a zabezpečuje dôverné zaobchádzanie s údajmi, ktoré sa týkajú výkonu úloh ECB. Vzhľadom na nové kompetencie ECB v oblasti bankového dohľadu sa podstatne zvýšil počet a zložitosť žiadostí od občanov a vnútroštátnych orgánov žiadajúcich o prístup k dokumentom.

V snahe potvrdiť svoj záväzok dodržiavať transparentnosť a zodpovednosť začala ECB vo februári 2016 s trojmesačným odstupom vydávať kalendáre zasadnutí každého člena Výkonnej rady a predsedu Rady pre dohľad.

## Kancelária pre kontrolu dodržiavania pravidiel a riadenie

Kancelária, ktorá podlieha priamo prezidentovi ECB a kancelárii pre kontrolu dodržiavania pravidiel a riadenie (Compliance and Governance Office -CGO), pomáha Výkonnej rade pri ochrane bezúhonnosti a dobrého mena ECB, pri presadzovaní noriem etického správania a pri zvyšovaní miery zodpovednosti a transparentnosti ECB. Aby sa zvýšila celková jednotnosť a efektívnosť systému riadenia ECB, kancelária zabezpečuje tiež funkcie sekretariátu pre výbor pre audit a etický výbor a funguje ako styčný bod pre európskeho ombudsmana a OLAF.

---

<sup>156</sup> Rozhodnutie ECB/2004/3 zo 4. marca 2004 o prístupe verejnosti k dokumentom Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ L 80, 18.3.2004, s. 42.



## 2 Výbory Eurosystemu/ESCB

Výbory Eurosystemu/ESCB zohrávajú naďalej dôležitú pomocnú úlohu pri plnení úloh rozhodovacích orgánov ECB. Na žiadosť Rady guvernérov a Výkonnej rady tieto výbory poskytujú odborné poradenstvo v oblasti svojej pôsobnosti a pomáhajú pri rozhodovacích procesoch. Členmi výborov môžu byť zvyčajne len zamestnanci centrálnych bánk Eurosystemu. Na zasadaniach výborov, ktoré sa venujú otázkam patriacim do pôsobnosti Generálnej rady, sa však zúčastňujú aj zástupcovia národných centrálnych bánk členských štátov, ktoré ešte euro neprijali. Okrem toho sa niektoré z výborov stretávajú v zložení SSM (čiže jeden člen z centrálnej banky a jeden člen z príslušného vnútroštátneho orgánu za každý zapojený členský štát), v rámci ktorého asistujú ECB pri jej práci v oblasti prudenciálneho dohľadu nad úverovými inštitúciami. Ak je to potrebné, na zasadania výborov možno prizvať aj predstaviteľov iných kompetentných orgánov.

### Výbory Eurosystemu/ESCB, rozpočtový výbor, konferencia pre ľudské zdroje a ich predsedovia (k 1. januáru 2017)

Výbor pre účtovníctvo a menové príjmy (AMICO) Roberto Schiavi	Výbor pre operácie na trhu (MOC) Ulrich Bindseil
Výbor pre bankovky (BANCO) Ton Roos	Výbor pre menovú politiku (MPC) Wolfgang Schill
Výbor pre kontroling (COMCO) Nathalie Aúfavrová	Výbor pre organizačný vývoj (ODC) Steven Keuning
Výbor Eurosystemu/ESCB pre komunikáciu (ECCO) Christine Graeffová	Výbor pre trhovú infraštruktúru a platobný styk (MIPC) Marc Bayle
Výbor pre finančnú stabilitu (FSC) Vitor Constâncio	Výbor pre riadenie rizík (RMC) Carlos Bernadell
Výbor pre informačné technológie (ITC) Koenraad de Geest	Výbor pre štatistiku (STC) Aurel Schubert
Výbor interných audítorov (IAC) Klaus Gressenbauer	Rozpočtový výbor (BUCOM) Sharon Donneryová
Výbor pre medzinárodné vzťahy (IRC) Frank Moss	Konferencia pre ľudské zdroje (HRC) Anne-Sylvie Catherinová
Právny výbor (LEGCO) Chiara Zilioliová	

Okrem toho existujú ďalšie dva výbory. Rozpočtový výbor pomáha Rade guvernérov v záležitostiach týkajúcich sa rozpočtu ECB, zatiaľ čo konferencia pre ľudské zdroje je fórum na výmenu skúseností, odborných znalostí a informácií z oblasti riadenia ľudských zdrojov medzi centrálnymi bankami Eurosystemu/ESCB.

## ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA ECB (k 1. januáru 2017)



1) Podlieha Výkonnej rade prostredníctvom prezidenta.

2) Podlieha prezidentovi ECB ako predsedovi Európskeho výboru pre systémové riziká.

3) Súčasťou je ochrana údajov.

4) Tajomník Výkonnej rady, Rady guvernérov a Generálnej rady.

5) V otázkach dodržiavania pravidiel podlieha Výkonnej rade prostredníctvom prezidenta.

## Ľudské zdroje ECB

V januári 2016 bol vymenovaný vrchný riaditeľ pre oblasť služieb (Chief Services Officer – CSO). Táto nová pozícia bola vytvorená s cieľom ešte viac posilniť kvalitu operačných a analytických funkcií, zlepšiť efektivitu organizácie a uľahčiť spoluprácu a využitie podporných funkcií pre potreby celej ECB. Vrchný riaditeľ, do pôsobnosti ktorého patrí administratívna oblasť a oblasť informačných systémov, navyše ako prioritu stanovil rozvoj ucelenejšieho procesu strategického plánovania, s cieľom podporiť spoluprácu medzi svojimi útvarmi a ďalšími odbornými útvarmi.

Po tom, ako bol v apríli 2016 vytvorený nový útvar, ktorý má na starosti všetky záležitosti súvisiace s financiami, sa reštrukturalizovaný útvar ľudských zdrojov mohol v plnej miere sústrediť na poskytovanie vysoko kvalitných personálnych služieb zameraných na rozvoj potenciálu zamestnancov ECB v rámci modernej a pružnej organizačnej štruktúry. Prioritou je získanie a udržanie talentovaných zamestnancov a usmerňovanie ich výkonu. Ľudské zdroje ECB okrem toho venujú osobitnú pozornosť starostlivosti o zdravie a spokojnosť zamestnancov ECB.

V priebehu roka 2016 boli tiež položené základy pre rozšírenie funkcie strategického obchodného partnera, aby sa posilnilo riadenie ECB v oblasti personálnych záležitostí, ako aj pre pretransformovanie požiadaviek odborných útvarov do potrieb personálnej politiky.

V centre záujmu ľudských zdrojov bolo aj v roku 2016 posilňovanie možností banky riadiť talenty, rozvíjať riadiace schopnosti a podporovať kultúru excelentnosti v zmysle profesionálnej etiky a dlhodobej organizačnej udržateľnosti. Mimoriadna pozornosť sa venovala programu rozvoja riadiacich pracovníkov, ktorý sa bude postupne zavádzať v priebehu rokov 2017 a 2018, ako aj realizácii programu zdravého riadenia a podpore novozriadenej kancelárie pre kontrolu dodržiavania pravidiel a riadenie pri príprave povinného vzdelávania v oblasti etiky.

Okrem toho sa realizovali viaceré iniciatívy v oblasti ľudských zdrojov zamerané na posilnenie európskeho bankového dohľadu. Pokračovalo sa v rozvoji vzdelávacieho programu pre dohľad určeného pre celý systém jednotného mechanizmu dohľadu (na ktorom sa zúčastnilo viac ako 1 900 účastníkov), zorganizovalo sa 28 tímbildingových akcií zameraných na posilnenie cezhraničnej spolupráce spoločných dohliadacích tímov a prebehla úspešná integrácia prvej skupiny 33 mladých absolventov vybraných do programu pre stážistov európskeho bankového dohľadu, ktorí úspešne prešli výberom, odbornou prípravou a umiestnili sa v príslušných vnútroštátnych orgánoch.

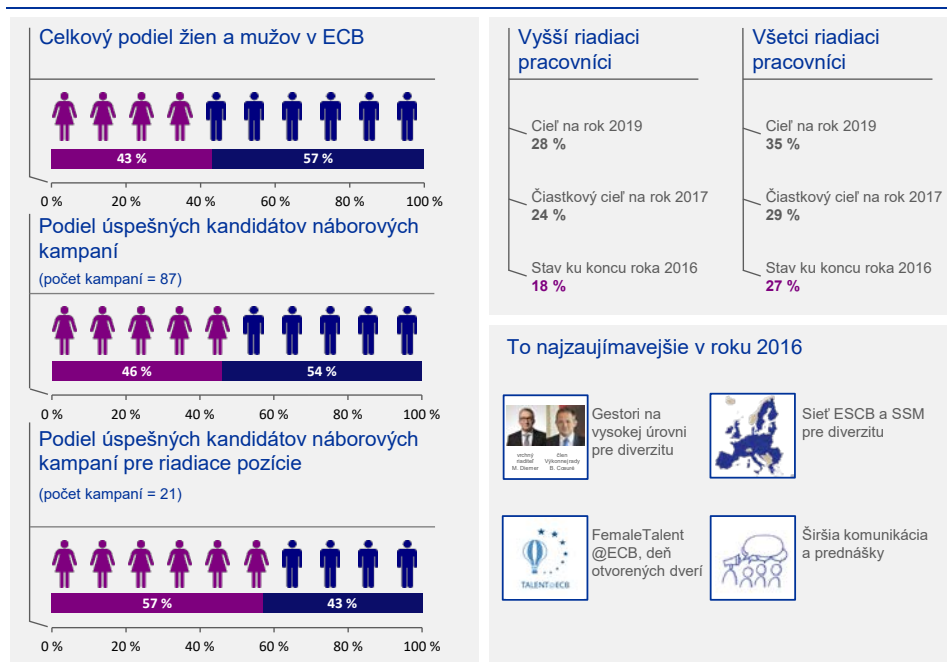
ECB v roku 2016 pokračovala vo svojom úsilí o podporu rodovej diverzity hlavne na vedúcich pozíciách. Po dosiahnutí 27-percentného podielu žien v riadiacich pozíciách a 18-percentného podielu žien vo vyšších riadiacich pozíciách ku koncu roka 2016 ECB pokračuje v úsilí o splnenie predbežného a konečného cieľa na roky 2017 a 2019 (obrázok 3). Od zavedenia cieľov a prípravy akčného plánu v oblasti rodovej rovnosti v júni 2013 je táto téma na poprednom mieste programu ECB, keďže cieľom inštitúcie je identifikovať, pritiahnuť a rozvíjať talent žien. ECB okrem toho v roku 2016 zaviedla ďalšie kroky v oblasti rodovej rovnosti vrátane sponzorstva

na vysokej úrovni člena výkonnej rady Benoïta Cœurého a vrchného riaditeľa pre oblasť služieb, dňa otvorených dverí pre ženské talenty zameraného na univerzitných študentov a založenia siete ESCB a SSM pre diverzitu.

Okrem rodových otázok sa ECB zaviazala k podpore všetkých stránok diverzity v záujme budovania otvorenej pracovnej kultúry založenej na spoločnej zodpovednosti gestorov, ambasádorov ECB pre diverzitu, generálneho riaditeľstva pre ľudské zdroje, širšieho vedenia a existujúcich sietí na podporu diverzity, ako sú Ženská spoločnosť, Dúhová spoločnosť a Etnická a kultúrna skupina ECB.

### Obrázok 3

Rodové ciele a úrovne riadenia v ECB (údaje k 31. decembru 2016)



Zdroj: ECB.

K 31. decembru 2016 mala ECB schválených 2 898,5 pracovného miesta vyjadrených ako ekvivalent počtu pracovných miest na plný pracovný úväzok, v porovnaní s 2 650 pracovnými miestami na konci roka 2015. Skutočný počet zamestnancov ECB vyjadrený ako ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok dosiahol 3 171 osôb (v porovnaní s 2 871 osobami k 31. decembru 2015).<sup>157</sup> ECB v roku 2016 ponúkla spolu 208 nových zmlúv na dobu určitú (na obmedzenú dobu alebo s možnosťou konverzie na zmluvu na dobu neurčitú). Okrem toho bolo uzavretých 304 krátkodobých zmlúv a množstvo existujúcich zmlúv bolo predĺžených na pokrytie absencií kratších ako jeden rok. Počas roka ECB naďalej ponúkala zamestnancom národných centrálnych bánk a medzinárodných organizácií krátkodobé zmluvy na obdobie do 36 mesiacov. K 31. decembru 2016 pracovalo v ECB na rôznych projektoch 250 zamestnancov národných centrálnych bánk

<sup>157</sup> Okrem pozícií vyjadrených ako ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok tento údaj zahŕňa aj zamestnancov národných centrálnych bánk a medzinárodných organizácií s krátkodobými zmluvami a účastníkov absolventského programu ECB.

a medzinárodných organizácií, čo je o 11 % viac ako ku koncu roka 2015. V septembri 2016 ECB privítala štrnásť účastníkov jedenástej skupiny absolventského programu a k 31. decembru 2016 bolo v banke 320 stážistov (o 17 % viac ako v roku 2015). ECB tiež udelila päť štipendií v rámci programu Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, o ktoré sa môžu uchádzať poprední ekonómovia, a šesť štipendií mladým pracovníkom z oblasti výskumu v rámci programu Lamfalussy Fellowship Programme.

Hoci sa organizácia mierne rozrástla, v roku 2016 odišlo zo zamestnania alebo do dôchodku 56 zamestnancov so zmluvou na dobu určitú alebo neurčitú (v roku 2015 to bolo 53 osôb) a v priebehu roka vypršalo 317 krátkodobých zmlúv.

# Ročná účtovná závierka

2016

<b>Správa o činnosti za rok končiaci sa 31. decembra 2016</b>	<b>A 2</b>
<b>Finančné výkazy ECB</b>	<b>A 18</b>
Súvaha k 31. decembru 2016	A 18
Výkaz ziskov a strát za rok končiaci sa 31. decembra 2016	A 20
Účtovné pravidlá	A 21
Poznámky k súvahe	A 30
Podsúvahové nástroje	A 47
Poznámky k výkazu ziskov a strát	A 50
<b>Správa audítora</b>	<b>A 57</b>
<b>Poznámka k rozdeleniu zisku/alokácii strát</b>	<b>A 61</b>

# Správa o činnosti za rok končiaci sa 31. decembra 2016

## 1 Účel správy o činnosti ECB

ECB je súčasťou Eurosystemu, ktorého hlavným cieľom je udržiavať cenovú stabilitu. Medzi hlavné úlohy ECB stanovené v štatúte ESCB patrí výkon menovej politiky Európskej únie, realizácia devízových operácií, správa oficiálnych devízových rezerv krajín eurozóny a podpora plynulého fungovania platobných systémov.

ECB tiež zodpovedá za účinné a konzistentné fungovanie jednotného mechanizmu dohľadu (Single Supervisory Mechanism – SSM), s cieľom vykonávať intruzívny a účinný bankový dohľad, ktorý prispieva k bezpečnosti a riadnemu fungovaniu bankového systému a k stabilite finančného systému.

Vzhľadom na to, že činnosti a operácie ECB sa uskutočňujú v záujme plnenia cieľov jej menovej politiky, je výsledok jej finančného hospodárenia potrebné vnímať s prihliadnutím na realizované menovopolitické opatrenia. Správa o činnosti je v tomto smere neoddeliteľnou súčasťou ročnej účtovnej závierky ECB, ktorá čitateľov informuje o širších súvislostiach poslania ECB a vplyve jej hlavných činností a operácií na jej riziká a finančné výkazy.<sup>1</sup>

Táto správa zároveň prináša informácie o finančných zdrojoch ECB a hlavných postupoch zostavovania jej finančných výkazov.

## 2 Hlavné postupy a funkcie

Interné postupy ECB zabezpečujú kvalitu a presnosť informácií uvedených vo finančných výkazoch. Na realizácii menovopolitických rozhodnutí sa okrem toho podieľa celý rad kľúčových funkčných odborov, ktoré výrazným spôsobom ovplyvňujú vykazované údaje.

### 2.1 Kontrolné mechanizmy v rámci organizačných jednotiek

V rámci štruktúry vnútornej kontroly ECB je každý odborný útvar zodpovedný za riadenie vlastných operačných rizík a uplatňovanie kontrolných mechanizmov s cieľom zabezpečiť účinnosť a efektívnosť svojej prevádzky a presnosť informácií použitých pri zostavovaní finančných výkazov ECB. Plnenie rozpočtu je tiež v prvom rade zodpovednosťou jednotlivých odborných útvarov.

<sup>1</sup> Finančné výkazy tvorí súvaha, výkaz ziskov a strát a súvisiace poznámky. Účtovná závierka sa skladá z finančných výkazov, správy o činnosti, správy audítora a poznámok k rozdeleniu zisku/alokácii strát.

## 2.2 Rozpočtové procesy

Navrhovaním, zostavovaním a monitorovaním rozpočtu je poverený odbor pre rozpočet a kontroling (Budget and Controlling Division – BCO) generálneho riaditeľstva pre financie, ktorý sa pritom riadi strategickými prioritami stanovenými Radou guvernérov a Výkonnou radou. Tieto úlohy plní v spolupráci s odbornými útvarmi, pričom uplatňuje zásadu oddelenia funkcií.<sup>2</sup> Odbor BCO tiež zabezpečuje plánovanie a kontrolu zdrojov, analýzu hospodárnosti a investícií v rámci projektov ECB a v súlade s dohodnutými rámcami sa na týchto procesoch podieľa aj v rámci projektov ESCB. Výkonná rada, zohľadňujúc vyjadrenia odboru BCO na základe pokynov vrchného riaditeľa pre oblasť služieb, a Rada guvernérov, za podpory rozpočtového výboru (Budget Committee – BUCOM), v pravidelných intervaloch monitorujú realizáciu výdavkov na základe schválených rozpočtov. V súlade s článkom 15 rokovacieho poriadku ECB výbor BUCOM poskytuje Rade guvernérov podporu hodnotením návrhov ročného rozpočtu ECB a žiadostí Výkonnej rady o dodatočné rozpočtové financovanie ešte pred ich predložením na schválenie Rade guvernérov.

## 2.3 Správa portfólií

ECB na účely menovej politiky drží cenné papiere v eurách nadobudnuté v rámci programu pre trhy s cennými papiermi (securities markets programme – SMP), programu nákupu cenných papierov krytých aktívami (asset-backed securities purchase programme – ABSPP), programu nákupu aktív verejného sektora (public sector purchase programme – PSPP) a troch programov nákupu krytých dlhopisov (covered bond purchase programme – CBPP).<sup>3</sup> Účelom programov nákupu aktív<sup>4</sup> je ďalšie uvoľnenie menových a finančných podmienok, ktoré má prispieť k návratu miery inflácie na úroveň nižšiu, ale blízku 2 % v strednodobom horizonte. Nákup aktív v rámci týchto programov vychádza z rozhodnutí Rady guvernérov o celkových mesačných nákupoch Eurosystému a podlieha vopred stanoveným kritériám akceptovateľnosti.

ECB okrem toho disponuje portfóliom devízových rezerv, ktoré je zložené z amerických dolárov, japonských jenov, zlata a zvláštnych práv čerpania, ako aj investičné portfólio vlastných zdrojov v eurách.

Účelom devízových rezerv ECB je financovať potenciálne intervencie na devízovom trhu. Tento účel predurčuje hlavné ciele správy portfólií (v poradí podľa priority): likvidita, bezpečnosť a výnosnosť. Riadením investovania devízových rezerv ECB je poverený centrálny útvar riadenia rizík, zatiaľ čo investičné operácie sa vykonávajú

<sup>2</sup> Zásada oddelenia funkcií vychádza z požiadavky stanovenej v nariadení o SSM, podľa ktorej musí ECB plniť svoje úlohy dohľadu bez toho, aby boli dotknuté jej úlohy týkajúce sa menovej politiky a akékoľvek iné úlohy, a oddelene od nich.

<sup>3</sup> ECB nedrží aktíva nadobudnuté v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), ktorý sa začal 8. júna 2016. Nákup v rámci CSPP v mene Eurosystému vykonáva šesť národných centrálnych bánk.

<sup>4</sup> ECB v súčasnosti nakupuje aktíva v rámci programov CBPP, ABSPP a PSPP. Nákup aktív v rámci prvých dvoch programov CBPP a SMP sa skončil.



decentralizovane. Pri dolárovom a jenovom portfóliu Rada guvernérov na základe návrhu odboru riadenia rizík ECB rozhoduje o strategickom základnom portfóliu. Správcovia portfólií ECB následne vytvárajú taktické základné portfóliá. Na základe týchto portfólií potom správcovia portfólií v národných centrálnych bankách realizujú samotné pozície.

Účelom portfólia vlastných zdrojov ECB zloženého z eurových aktív je zabezpečiť zdroj príjmu na čiastočné pokrytie prevádzkových nákladov ECB, ktoré nesúvisia s výkonom úloh dohľadu.<sup>5</sup> Cieľom správy portfólia vlastných zdrojov je preto maximalizovať výnosy, avšak pod podmienkou dodržania viacerých rizikových limitov.

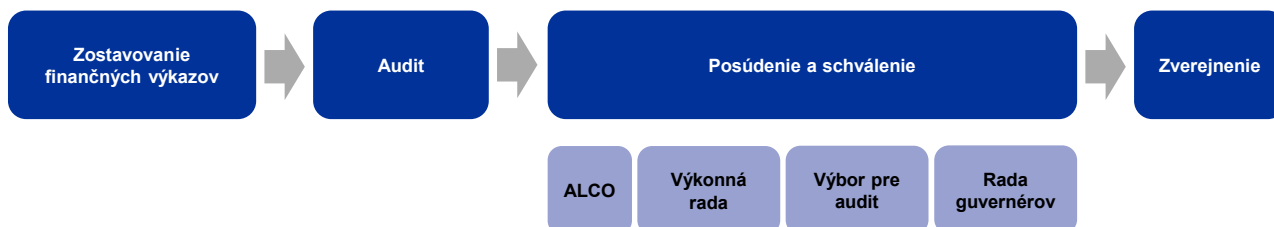
ECB má okrem toho tiež externe spravované portfólio, v ktorom investuje fondy svojich programov dôchodkového zabezpečenia.

## 2.4 Funkcie dohľadu nad finančnými rizikami

Riaditeľstvo ECB pre riadenie rizík je zodpovedné za navrhovanie pravidiel a postupov, ktoré zabezpečujú adekvátnu úroveň ochrany pred finančnými rizikami, ktorým je ECB vystavená pri správe svojich menovopolitických portfólií cenných papierov, portfólia devízových rezerv a investičného portfólia vlastných zdrojov v eurách. Výbor pre riadenie rizík (Risk Management Committee – RMC), zložený z expertov centrálnych bánk Eurosystemu, asistuje rozhodovacím orgánom pri zabezpečovaní primeranej úrovne ochrany Eurosystemu vrátane ECB. Tento cieľ sa dosahuje riadením a kontrolou finančných rizík vyplývajúcich z operácií na trhu. V rámci týchto činností výbor sa RMC okrem iného podieľa na monitorovaní, meraní a vykazovaní finančných rizík v súvahe Eurosystemu vrátane ECB a tvorbe a preverovaní súvisiacich metodík a rámcov.

## 2.5 Zostavovanie finančných výkazov ECB

Finančné výkazy ECB sa zostavujú podľa zásad stanovených Radou guvernérov. Postup zostavovania a schvaľovania finančných výkazov ECB pred ich zverejnením je znázornený v nasledujúcom diagrame.



Za zostavenie finančných výkazov je v spolupráci s ďalšími odbornými útvarmi zodpovedné oddelenie finančného vykazovania generálneho riaditeľstva ECB pre

<sup>5</sup> Náklady ECB vzniknuté pri plnení úloh dohľadu sa hradia z ročných poplatkov za dohľad účtovaných dohľadaným subjektom.

financie, ktorého úlohou je zároveň zabezpečiť včasné sprístupnenie všetkej súvisiacej dokumentácie externému audítorovi a rozhodovacím orgánom.

Finančné výkazy ECB overuje nezávislý externý audítor, ktorého na základe odporúčania Rady guvernérov schvaľuje Rada EÚ.<sup>6</sup> Zodpovednosťou externého audítora je vyjadriť svoj názor na to, či finančné výkazy pravdivo a verne zobrazujú finančnú situáciu ECB a výsledok jej hospodárenia, v súlade s účtovnými pravidlami určenými Radou guvernérov. Externý audítor na tento účel preveruje účtovné knihy a záznamy ECB, hodnotí adekvátnosť systému vnútornej kontroly uplatneného v rámci prípravy a prezentácie finančných výkazov a posudzuje vhodnosť použitých účtovných pravidiel.

Procesy finančného vykazovania a finančné výkazy ECB môžu byť zároveň podrobené internému auditu. Všetky správy riaditeľstva pre interný audit, ktorých súčasťou môžu byť odporúčania adresované príslušným odborným útvarom, sa predkladajú Výkonnej rade.

Výbor ECB pre aktíva a pasíva, ktorý tvoria zástupcovia rôznych odborných útvarov ECB, systematicky monitoruje a vyhodnocuje všetky faktory, ktoré môžu mať vplyv na súvahu a výkaz ziskov a strát ECB. Posudzuje finančné výkazy a súvisiacu dokumentáciu pred ich predložením na schválenie Výkonnej rade.

Po schválení zverejnenia finančných výkazov Výkonnou radou sa tieto spolu so stanoviskom externého audítora a všetkou súvisiacou dokumentáciou predkladajú na posúdenie Výboru pre audit<sup>7</sup> a následne na schválenie Rade guvernérov. Výbor pre audit pomáha Rade guvernérov pri plnení úloh, ktoré vyplývajú z jej zodpovednosti za integritu finančných informácií a dohľad nad systémom vnútornej kontroly. V rámci toho Výbor pre audit hodnotí finančné výkazy ECB a posudzuje, či podávajú pravdivý a verný obraz stavu hospodárenia a či boli zostavené v súlade s platnými účtovnými pravidlami. Hodnotí tiež všetky podstatné otázky súvisiace s účtovaním alebo finančným vykazovaním, ktoré by mohli ovplyvniť finančné výkazy ECB.

Finančné výkazy ECB, správu o činnosti a poznámky k rozdeleniu zisku/alokácii straty schvaľuje každý rok vo februári Rada guvernérov a bezprostredne nato sa spolu so správou audítora zverejňujú.

### 3 Riadenie rizík

Riadenie rizík je kľúčovou súčasťou činností ECB a vykonáva sa prostredníctvom priebežného procesu identifikácie, hodnotenia, zmierňovania a monitorovania rizík.

<sup>6</sup> V záujme upevnenia dôvery verejnosti v nezávislosť externého audítora ECB sa každých päť rokov uplatňuje zásada rotácie audítorskej firmy.

<sup>7</sup> Výbor pre audit tvorí päť členov: viceprezident ECB, dvaja skúsení guverneri národných centrálnych bánk krajín eurozóny a dvaja externí členovia vybratí spomedzi vysokopostavených odborníkov so skúsenosťami v oblasti centrálného bankovníctva.

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené hlavné riziká, ktorým je ECB vystavená, ich zdroje a príslušné rámce riadenia rizík. Bližšie údaje sú uvedené nižšie.

Riziká, ktorým je ECB vystavená

Riziko	Zložka	Druh rizika	Zdroj rizika	Rámec kontroly rizika
Kreditné riziko <sup>1</sup>		Riziko kreditného zlyhania	<ul style="list-style-type: none"> <li>devízové rezervy</li> <li>investičné portfólio v eurách</li> <li>cenné papiere na účely menovej politiky</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>kritériá akceptovateľnosti</li> <li>limity expozícií</li> <li>diverzifikácia</li> <li>kolateralizácia</li> <li>monitorovanie finančného rizika</li> </ul>
		Riziko kreditnej migrácie	<ul style="list-style-type: none"> <li>devízové rezervy</li> <li>investičné portfólio v eurách</li> </ul>	
Finančné riziká	Trhové riziko	Menové a komoditné riziká <sup>2</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>devízové rezervy</li> <li>zlaté rezervy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>diverzifikácia</li> <li>účty precenenia</li> <li>monitorovanie finančného rizika</li> </ul>
		Úrokové riziko <sup>3</sup>	(i) pokles trhových hodnôt	<ul style="list-style-type: none"> <li>devízové rezervy</li> <li>investičné portfólio v eurách</li> </ul>
	(ii) zníženie čistých úrokových výnosov		<ul style="list-style-type: none"> <li>súvaha ECB ako celok</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>pravidlá alokácie aktív</li> <li>monitorovanie finančného rizika</li> </ul>
Likviditné riziko <sup>4</sup>			<ul style="list-style-type: none"> <li>devízové rezervy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>pravidlá alokácie aktív</li> <li>likviditné limity</li> <li>monitorovanie finančného rizika</li> </ul>
Operačné riziko <sup>5</sup>			<ul style="list-style-type: none"> <li>pracovná sila, nábor zamestnancov, personálna politika</li> <li>vnútorné riadiace a prevádzkové postupy</li> <li>systémy</li> <li>vonkajšie udalosti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>identifikácia, analýza, riešenie, vykazovanie a monitorovanie operačných rizík</li> <li>rámec riadenia operačného rizika vrátane zásad tolerancie rizík</li> <li>rámec riadenia nepretržitej prevádzky</li> <li>rámec krízového riadenia</li> </ul>

1) **Kreditné riziko** je riziko vzniku finančných strát v dôsledku „prípady zlyhania“, ku ktorému dochádza z dôvodu neschopnosti dlžníka (zmluvnej strany alebo emitenta) splniť si včas svoje finančné záväzky, alebo v dôsledku precenenia finančných aktív v nadväznosti na zhoršenie kreditnej kvality a ratingov.

2) **Menové a komoditné riziká** sú riziká vzniku finančných strát z a) pozícií denominovaných v cudzej mene v dôsledku fluktuácie výmenných kurzov a b) z držby komodít v dôsledku výkyvov ich trhových cien.

3) **Úrokové riziko** je riziko vzniku finančných strát v dôsledku nepriaznivého vývoja úrokových mier a následného a) poklesu trhovej hodnoty finančných nástrojov alebo b) nepriaznivého vplyvu na čisté úrokové výnosy.

4) **Likviditné riziko** je riziko vzniku finančných strát v dôsledku neschopnosti speňažiť určité aktívum za jeho aktuálnu trhovú cenu v rámci primeraného časového obdobia.

5) **Operačné riziko** je riziko negatívneho finančného vplyvu alebo vplyvu na činnosť alebo dobrú povesť v dôsledku ľudského faktora, neadekvátneho uplatňovania alebo zlyhania interných riadiacich a prevádzkových postupov, zlyhania systémov, od ktorých sú tieto postupy závislé, alebo vonkajších udalostí (napríklad prírodných katastrof alebo vonkajších útokov).

## 3.1 Finančné riziká

Finančné riziká pramenia zo základných činností ECB a súvisiacich expozícií. ECB rozhoduje o alokácii svojich aktív a zavádza vhodné rámce riadenia rizík, pričom prihliada na ciele a účel jednotlivých portfólií a na finančné expozície, ako aj na rizikové preferencie svojich rozhodovacích orgánov.

Finančné riziká možno kvantifikovať pomocou rôznych ukazovateľov rizika. ECB uplatňuje interne vyvinuté techniky odhadovania rizík, ktoré vychádzajú z jednotného rámca simulácie trhových a kreditných rizík. Hlavné koncepcie, techniky a predpoklady modelovania rizík, ktoré sú základom ukazovateľov rizika, vychádzajú z trhových štandardov a dostupných trhových údajov.

S cieľom získať komplexný prehľad potenciálnych rizikových udalostí, ktoré by mohli nastať v rôznych časových intervaloch a s rôznym stupňom závažnosti, a nespoliehať sa len na jeden rizikový ukazovateľ, ECB používa dva druhy štatistických ukazovateľov – Value at Risk (VaR) a Expected Shortfall (ES),<sup>8</sup> ktoré sa odhadujú pre viacero úrovní spoľahlivosti v jednoročnom horizonte. Tieto rizikové ukazovatele neberú do úvahy i) likviditné riziko portfólií ECB, predovšetkým jej devízových rezerv, a ii) dlhodobé riziko zníženia čistých úrokových výnosov ECB. Z tohto dôvodu, i na lepšie pochopenie a doplnenie štatistických odhadov rizika, ECB tiež pravidelne vykonáva citlivostné a záťažové analýzy a zostavuje dlhodobejšie prognózy expozícií a výnosov.

K 31. decembru 2016 predstavovali finančné riziká všetkých portfólií ECB spolu (merané ako VaR s 95 % mierou spoľahlivosti v horizonte jedného roka) 10,6 mld. €, čo je o 0,6 mld. € viac než odhad rizík k 31. decembru 2015. Pod uvedený nárast sa podpísalo predovšetkým zvýšenie hodnoty zlata v držbe ECB spôsobené nárastom ceny zlata v roku 2016. Toto dodatočné riziko sa zmierňuje zvýšením zodpovedajúcich účtov precenenia.

### 3.1.1 Kreditné riziko

Rámce riadenia rizík a limity, ktoré ECB používa pri riadení svojho profilu kreditného rizika, sa líšia podľa jednotlivých druhov operácií a zohľadňujú strategické a investičné ciele rôznych portfólií a rizikové charakteristiky podkladových aktív.

Kreditné riziko vyplývajúce z devízových rezerv ECB je nízke, keďže rezervy sa investujú do aktív vysokej kreditnej kvality.

Účelom investičného portfólia vlastných zdrojov v eurách je zabezpečiť ECB príjem na čiastočné pokrytie jej prevádzkových nákladov, ktoré nesúvisia s výkonom úloh dohľadu, a súčasne zachovať investovaný kapitál. Aspekty návratnosti preto pri alokácii a riadení rizík v prípade týchto aktív zohrávajú o niečo významnejšiu úlohu

<sup>8</sup> VaR sa definuje ako maximálna strata, ktorá podľa štatistického modelu nebude prekročená s danou mierou pravdepodobnosti (mierou spoľahlivosti). ES sa definuje ako pravdepodobnostne vážená priemerná strata v scenároch vývoja, ktoré prekračujú prah VaR s danou mierou spoľahlivosti.

než v prípade devízových rezerv ECB. Bez ohľadu na to sa však kreditné riziko spojené s týmito aktívami udržiava na nízkej úrovni.

Cenné papiere nadobudnuté na účely menovej politiky sa oceňujú v amortizovanej obstarávacej cene so zohľadnením zníženia hodnoty. To znamená, že prípadná kreditná migrácia spojená s týmito aktívami nemá priamy vplyv na finančné výkazy ECB. Napriek tomu tieto cenné papiere podliehajú riziku kreditného zlyhania, ktoré sa pomocou rámca riadenia rizík udržiava v rámci limitov rizikovej tolerancie ECB.

### 3.1.2 Trhové riziko

Pokiaľ ide o trhové riziko, ECB je pri správe svojich aktív vystavená najmä menovému a komoditnému (cena zlata) riziku. ECB je vystavená aj úrokovému riziku.

#### Menové a komoditné riziká

V rizikovom profile ECB prevažujú menové a komoditné riziká. Spôsobuje to najmä objem jej devízových rezerv (predovšetkým amerických dolárov) a zlata, ako aj vysoká miera volatility výmenných kurzov a cien zlata.

Vzhľadom na menovopolitický význam zlata a devízových rezerv sa ECB menové a komoditné riziká nesnaží eliminovať. Tieto riziká sa v konečnom dôsledku zmiernujú diverzifikáciou rezerv na rôzne meny a zlato.

V súlade s pravidlami Eurosystemu je možné účty precenenia zlata a amerického dolára, ktoré k 31. decembru 2016 predstavovali 13,9 mld. € (11,9 mld. € v roku 2015) a 12 mld. € (10,6 mld. € v roku 2015), použiť na absorbovanie vplyvu nepriaznivých pohybov ceny zlata a výmenného kurzu amerického dolára v budúcnosti a zmierniť tak ich účinok na výkaz ziskov a strát ECB, alebo mu v plnej miere zabrániť.

#### Úrokové riziko

Devízové rezervy a portfóliá vlastných zdrojov ECB v eurách sa investujú predovšetkým do pevne úročených cenných papierov, ktoré sa preceňujú v trhových cenách a sú teda vystavené trhovému riziku spojenému s pohybmi úrokových mier. Toto úrokové riziko, oceňované podľa trhovej hodnoty, sa riadi prostredníctvom pravidiel alokácie aktív a limitov trhového rizika.

Úrokové riziko vyplývajúce z devízových rezerv ECB je nízke, keďže tieto rezervy sa investujú predovšetkým do aktív s pomerne krátkou dobou splatnosti s cieľom neustáleho zachovania trhovej hodnoty devízových aktív, držaných na prípadné intervenčné účely. Vzhľadom na to, že v prípade portfóliá vlastných zdrojov v eurách tento aspekt nie je natoľko podstatný, majú aktíva v tomto portfóliu spravidla dlhšiu

dobu splatnosti, čo vedie k síce vyššej, ale stále obmedzenej úrovni úrokového rizika.

ECB je tiež vystavená riziku nesúladu medzi úrokovými výnosmi z jej aktív a úrokovými nákladmi z jej pasív, ktorý má dosah na jej čisté úrokové výnosy. Toto riziko sa neviaže na žiadne konkrétne portfólio, ale skôr na štruktúru súvahy ECB ako celku, predovšetkým pokiaľ ide o nesúlad medzi splatnosťou a výnosnosťou aktív a pasív. Pri riadení tohto typu rizika, so zreteľom na potreby menovej politiky, sa uplatňuje politika alokácie aktív vrátane pravidiel a postupov na zaistenie realizácie nákupov za primerané ceny. K jeho ďalšiemu zmierneniu prispieva existencia neúročených záväzkov v súvahe ECB.

ECB toto riziko monitoruje pomocou výhľadovej analýzy svojej ziskovosti. Táto analýza ukazuje, že ECB má v nasledujúcich rokoch i naďalej evidovať čisté úrokové výnosy, a to i napriek rastúcemu súvahovému podielu nízko úročených menovopolitických aktív s dlhou dobou splatnosti v dôsledku pokračovania programov nákupu aktív na menovopolitické účely.

### 3.1.3 Likviditné riziko

Vzhľadom na úlohu eura ako jednej z hlavných rezervných mien, úlohu ECB ako centrálnej banky a štruktúru jej aktív a pasív likviditné riziko ECB pramení najmä z jej devízových rezerv. Dôvodom je možnosť potreby likvidácie vysokého objemu týchto aktív počas krátkeho obdobia na účely devízových intervencií. Pri riadení tohto rizika pravidlá alokácie a limity aktív zabezpečujú investovanie dostatočne veľkého podielu prostriedkov ECB do aktív, ktoré možno rýchlo speňažiť so zanedbateľným vplyvom na cenu.

V roku 2016 bolo likviditné riziko portfólií ECB naďalej nízke.

## 3.2 Operačné riziko

Hlavným cieľom rámca riadenia operačného rizika ECB (operational risk management – ORM) je a) pomôcť zabezpečiť plnenie úloh a cieľov ECB a zároveň b) chrániť jej dobrú povesť a ostatné aktíva pred stratou, zneužitím a poškodením.

V rámci ORM je každý odborný útvar zodpovedný za identifikáciu, analýzu, riešenie, vykazovanie a monitorovanie vlastných operačných rizík a kontrolných mechanizmov. Odborné útvary s prierezovou úlohou majú na úrovni banky špecifické kontrolné mechanizmy. Pokiaľ ide o stratégie riešenia rizík a postupy akceptácie rizík, odborné útvary sa riadia politikou ECB pre toleranciu rizík, ktorá sa viaže na rizikovú maticu vychádzajúcu zo stupnic intenzity účinku a pravdepodobnosti (stupnice zohľadňujú kvantitatívne a kvalitatívne kritériá).

Funkcia ORM/BCM v rámci CSO je zodpovedná za aktualizáciu rámca ORM a rámca riadenia nepretržitej prevádzky (business continuity management – BCM) a poskytovanie metodologickej podpory v súvislosti s činnosťou ORM a BCM vlastníkom

rizika a kontrolných mechanizmov. Okrem toho podáva Výboru pre operačné riziká a Výkonnej rade výročné a mimoriadne správy o operačných rizikách a podporuje rozhodovacie orgány v ich úlohe dohľadu nad riadením operačných rizík a kontrolných mechanizmov ECB. Koordinuje program BCM, pravidelné testy a revízie opatrení na zabezpečenie nepretržitej činnosti pre časovo kritické operácie ECB. V neposlednom rade podporuje tím krízového riadenia vrátane jeho podporných štruktúr a odborné útvary v (mimoriadnych) situáciách, ktoré by mohli vyústiť do prevádzkovej krízy.

## 4 Finančné zdroje

Finančné zdroje ECB sa i) investujú do aktív, ktoré generujú výnos, a/alebo ii) používajú na priame vyrovnanie strát z realizovaných finančných rizík. Tieto finančné zdroje tvorí kapitál, všeobecná rezerva na krytie rizík, účty precenenia a čisté výnosy za bežný rok.

### Základné imanie

Splatené základné imanie ECB k 31. decembru 2016 predstavovalo 7 740 mil. €. Bližšie informácie sú uvedené v poznámke 15.1 „Základné imanie“ v poznámkach k súvahe.

### Rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata

Vzhľadom na značnú expozíciu ECB finančným rizikám (bližšie v časti 3.1) si ECB vedie rezervu na krytie kurzových (menových), úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata (komoditných rizík). Výška a priebežná potreba tejto rezervy sa každoročne prehodnocuje na základe viacerých faktorov vrátane výšky rizikových aktív, prognózovaných výsledkov na budúci rok a hodnotenia rizík. Hodnotenie rizík je opísané v časti 3.1 a uplatňuje sa konzistentne. Táto rezerva, spolu s prostriedkami vedenými vo všeobecnom rezervnom fonde ECB, nesmie prekročiť hodnotu základného imania splateného národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny.

K 31. decembru 2016 predstavovala rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata 7 620 mil. €, čo zodpovedá hodnote základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny k danému dátumu.

## Účty precenenia

Nerealizované zisky z držby zlata, devíz a cenných papierov, pri ktorých dochádza k preceňovaniu, sa vo výkaze ziskov a strát nevykazujú ako výnosy, ale prevádzajú sa priamo na účty precenenia uvádzané v súvahe ECB na strane pasív. Prostredníctvom týchto zostatkov je možné absorbovať vplyv prípadného budúceho nepriaznivého vývoja cien a/alebo výmenných kurzov, a ako také zvyšujú odolnosť ECB voči rizikám.

Celková hodnota účtov precenenia zlata, devíz a cenných papierov ku koncu decembra 2016 predstavovala 28,8 mld. €<sup>9</sup> (25,0 mld. € v roku 2015). Podrobnejšie informácie sú v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámke 14 „Účty precenenia“ v poznámkach k súvahe.

## Čisté výnosy

Čisté výnosy z aktív a pasív ECB v bežnom účtovnom roku je možné použiť na vyrovnanie potenciálnych strát vzniknutých v tom istom roku v dôsledku realizovaných finančných rizík. Čisté výnosy tak prispievajú k ochrane čistého majetku ECB.

### *Vývoj finančných zdrojov ECB*

Graf 1 znázorňuje vývoj spomínaných finančných zdrojov ECB, hlavných devízových kurzov a ceny zlata od roku 2008 do roku 2016. Počas tohto obdobia a) sa splatené základné imanie ECB takmer zdvojnásobilo v dôsledku rozhodnutia Rady guvernérov z roku 2010 o navýšení upísaného základného imania, b) rezerva na krytie rizík sa zvýšila na úroveň zodpovedajúcu základnému imaniu splatenému národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny, c) účty precenenia vykazovali značnú mieru volatility, ktorú spôsobili predovšetkým pohyby výmenných kurzov a ceny zlata, a d) čistý zisk sa pohyboval v rozmedzí 0,2 mld. € až 2,3 mld. € a závisel od viacerých faktorov, napr. výšky odvodov do rezervy ECB na krytie rizík, vývoja úrokových sadzieb a nákupu cenných papierov na účely menovej politiky.

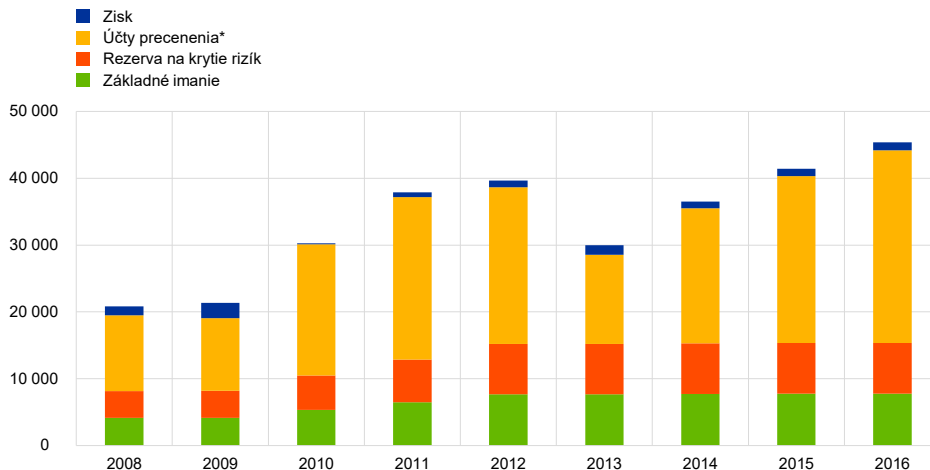
<sup>9</sup> Súvahová položka „Účty precenenia“ okrem toho zahŕňa precenenia v súvislosti s dávkami vyplácanými po skončení pracovného pomeru.



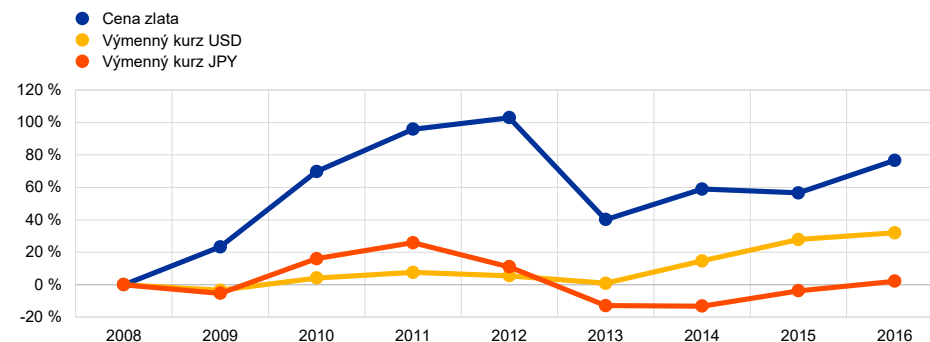
## Graf 1

Finančné zdroje ECB, hlavné devízové kurzy a cena zlata<sup>10</sup> v období 2008 – 2016

(v mil. EUR)



(percentuálne zmeny oproti roku 2008)



Zdroj: ECB.

\* Vrátane celkových ziskov z precenenia zlata, devíz a cenných papierov.

## 5

### Vplyv hlavných činností na účtovnú závierku

Tabuľka uvádza prehľad hlavných operácií a funkcií, ktoré ECB vykonáva v rámci plnenia svojho mandátu, a ich vplyvu na jej finančné výkazy. Plný rozsah menovopolitických operácií Eurosystemu je zachytený vo finančných výkazoch ECB a národných centrálnych bánk krajín eurozóny, čo je odrazom zásady decentralizovanej realizácie menovej politiky Eurosystemu.

<sup>10</sup> Vývoj hlavných výmenných kurzov a ceny zlata sa uvádza ako percentuálna zmena v porovnaní s výmennými kurzami a cenou zlata z konca roka 2008.

Operácia/funkcia	Vplyv na finančné výkazy ECB
Operácie menovej politiky	Menovopolitické operácie uskutočňované pomocou základného súboru nástrojov (napr. operácií na voľnom trhu, automatických operácií a povinných minimálnych rezerv úverových inštitúcií) realizujú decentralizovaným spôsobom národné centrálné banky Eurosystému. Tieto operácie preto nefigurujú v súvahe ECB.
Cenné papiere držané na účely menovej politiky (v rámci programov CBPP, SMP, ABSPP a PSPP) <sup>11</sup>	Cenné papiere nakupované na účely menovej politiky sa vykazujú pod súvahovou položkou „Cenné papiere držané na účely menovej politiky“. Aktíva v týchto portfóliách sa vykazujú v amortizovanej obstarávacej cene, pričom minimálne raz za rok sa uskutočňuje test zníženia hodnoty. Časovo rozlíšené kupónové výnosy a amortizácia diskontov a prémie sú zahrnuté do výkazu ziskov a strát. <sup>12</sup>
Investičná činnosť (správa devízových rezerv a vlastných zdrojov)	Devízové rezervy ECB sa uvádzajú v súvahe <sup>13</sup> , alebo sú až do dátumu vyrovnania vedené na podsúvahových účtoch. Portfólio vlastných zdrojov ECB sa uvádza v súvahe, predovšetkým pod položkou „Ostatné finančné aktíva“. Čisté úrokové výnosy vrátane časovo rozlíšených kupónových výnosov a amortizácie diskontov alebo prémie sú zahrnuté do výkazu ziskov a strát. <sup>14</sup> Nerealizované cenové a kurzové straty prevyšujúce v minulosti zaznamenaný nerealizovaný zisk z tých istých položiek, ako aj realizované zisky a straty z predaja cenných papierov, sú tiež zahrnuté do výkazu ziskov a strát. <sup>15</sup> Nerealizované zisky sa vykazujú v súvahovej položke „Účty precenenia“.
Operácie na dodanie likvidity v cudzej mene	ECB plní úlohu sprostredkovateľa medzi centrálnymi bankami krajín nepatriacich do eurozóny a národnými centrálnymi bankami Eurosystému pomocou swapových transakcií zameraných na poskytovanie krátkodobých devízových zdrojov zmluvným stranám Eurosystému. Tieto operácie sa vykazujú v rámci súvahových položiek „Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách“ a „Ostatné (pohľadávky)/záväzky v rámci Eurosystému“ a nemajú žiadny vplyv na výkaz ziskov a strát ECB.
Platobné systémy (TARGET2)	Zostatky (v rámci Eurosystému) národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB v rámci systému TARGET2 sa v súvahe ECB vykazujú ako jedna čistá aktívna alebo pasívna pozícia. Úročenie týchto zostatkov je zahrnuté vo výkaze ziskov a strát pod položkami „Ostatné úrokové výnosy“ a „Ostatné úrokové náklady“.
Bankovky v obeh	ECB bolo pridelených 8 % z celkovej hodnoty eurových bankoviek v obeh. Tento podiel je krytý pohľadávkami voči národným centrálnym bankám úročenými sadzbou hlavných refinančných operácií. Tieto úroky sú zahrnuté vo výkaze ziskov a strát pod položkou „Úrokové výnosy z pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystému“. Náklady spojené s cezhraničnou prepravou eurových bankoviek medzi tlačiarňami bankoviek a národnými centrálnymi bankami a s dodávaním nových bankoviek do národných centrálnych bánk a medzi nimi v prípade nedostatočných zásob bankoviek nesie centrálna ECB. Tieto náklady sú uvedené vo výkaze ziskov a strát pod položkou „Služby súvisiace s výrobou bankoviek“.
Bankový dohľad	Ročné náklady ECB v súvislosti s jej úlohami dohľadu sa hradia z ročných poplatkov za dohľad, ktoré sa účtujú dohliadaným subjektom. Poplatky za dohľad sa uvádzajú vo výkaze ziskov a strát pod položkou „Čisté výnosy z poplatkov a provízií“.

## 6 Výsledok hospodárenia za rok 2016

Čistý zisk ECB za rok 2016 predstavoval 1 193 mil. € (1 082 mil. € v roku 2015).

<sup>11</sup> ECB nenakupuje cenné papiere v rámci programu nákupu aktív podnikového sektora.

<sup>12</sup> Vykazujú sa v čistom vyjadrení v položke „Ostatné úrokové výnosy“ alebo „Ostatné úrokové náklady“, v závislosti od toho, či je ich čisté saldo kladné alebo záporné.

<sup>13</sup> Najmä položky „Zlato a pohľadávky v zlate“, „Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene“ a „Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene“.

<sup>14</sup> Výnos z devízových rezerv ECB je uvedený pod položkou „Úrokové výnosy z devízových rezerv“, zatiaľ čo úrokové výnosy a náklady spojené s vlastnými zdrojmi sú uvedené pod položkami „Ostatné úrokové výnosy“ a „Ostatné úrokové náklady“.

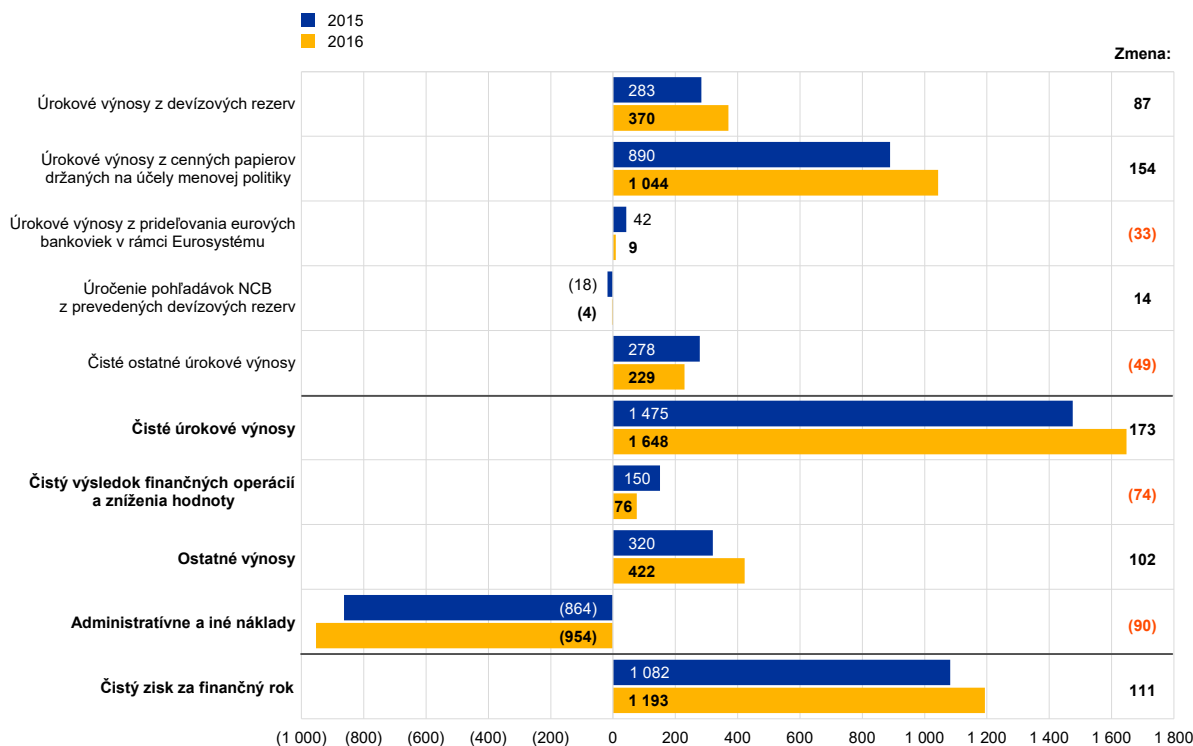
<sup>15</sup> Položky „Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií“ a „Realizované zisky/straty z finančných operácií“.

Graf 2 predstavuje zložky výkazu ziskov a strát ECB v roku 2016 a porovnanie s rokom 2015.

## Graf 2

### Členenie výkazu ziskov a strát ECB v rokoch 2016 a 2015

(v mil. EUR)



Zdroj: ECB.

## Hlavné body

- Úrokové výnosy z devízových aktív vzrástli o 87 mil. €, a to najmä v dôsledku vyšších úrokových výnosov z cenných papierov denominovaných v amerických dolároch.
- Úrokové výnosy z cenných papierov nadobudnutých na účely menovej politiky stúpli z 890 mil. € v roku 2015 na 1 044 mil. € v roku 2016. Pokles výnosov v dôsledku splácania cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi (SMP) a prvého a druhého programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP) prevýšili úrokové výnosy z programu nákupu aktív (APP).<sup>16</sup>
- Úrokové výnosy z podielu ECB na celkovom objeme eurových bankoviek v obehu a úrokové náklady z úrokov vyplácaných národným centrálnym

<sup>16</sup> Program APP zahŕňa programy CBPP3, ABSPP, PSPP a program nákupu aktív podnikového sektora (CSPP). ECB nenakupuje cenné papiere v rámci programu CSPP. Ďalšie informácie o programe nákupu aktív sa nachádzajú [na internetovej stránke ECB](#).

bankám z prevedených devízových rezerv sa v dôsledku nižšej priemernej sadzby hlavných refinančných operácií v roku 2016 znížili o 33 mil. € a 14 mil. €.

- Čisté ostatné úrokové výnosy klesli najmä vzhľadom na nižšie úrokové výnosy z portfólia vlastných zdrojov v prostredí celkovo nízkych výnosov v eurozóne.
- Čisté saldo finančných operácií a zníženia hodnoty finančných aktív kleslo o 74 mil. € predovšetkým v dôsledku rozsiahlejšieho koncoročného zníženia hodnoty zapríčineného celkovým poklesom trhových cien cenných papierov v dolárovom portfóliu.
- Celkové administratívne náklady ECB vrátane odpisov dosiahli 954 mil. €, v porovnaní s 864 mil. € v roku 2015. Dôvodom ich nárastu boli vyššie náklady spojené s jednotným mechanizmom dohľadu (SSM). Náklady spojené s SSM sa hradia z poplatkov za dohľad účtovaných dohliadaným subjektom. Ostatné výnosy sa tak zvýšili na 422 mil. € (320 mil. € v roku 2015).

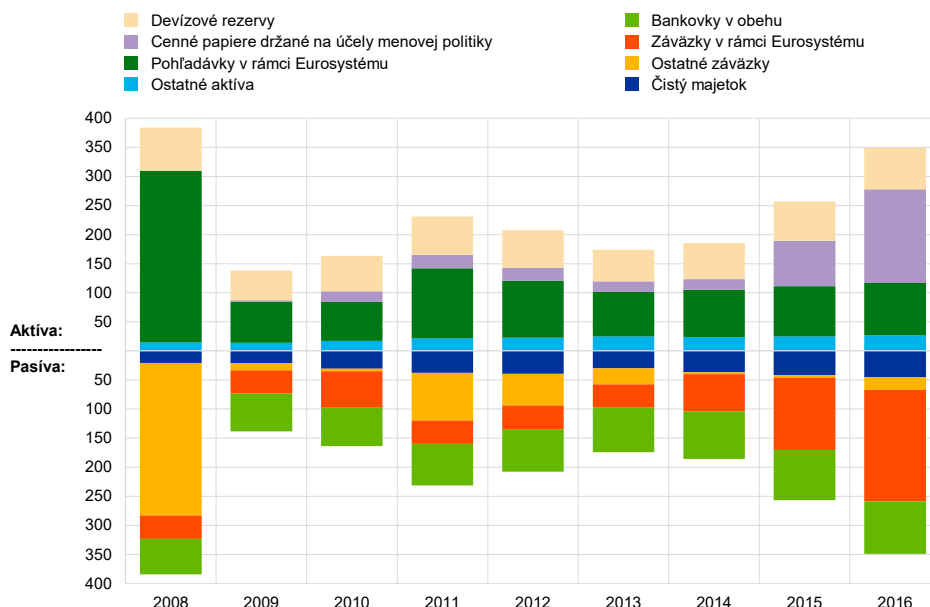
## 7 Dlhodobý vývoj finančných výkazov ECB

Grafy 3 a 4 znázorňujú vývoj súvahy a výkazu ziskov a strát ECB vrátane jednotlivých zložiek za obdobie od roku 2008 do roku 2016.

### Graf 3

#### Vývoj súvahy ECB v období 2008 – 2016<sup>17</sup>

(v mld. EUR)



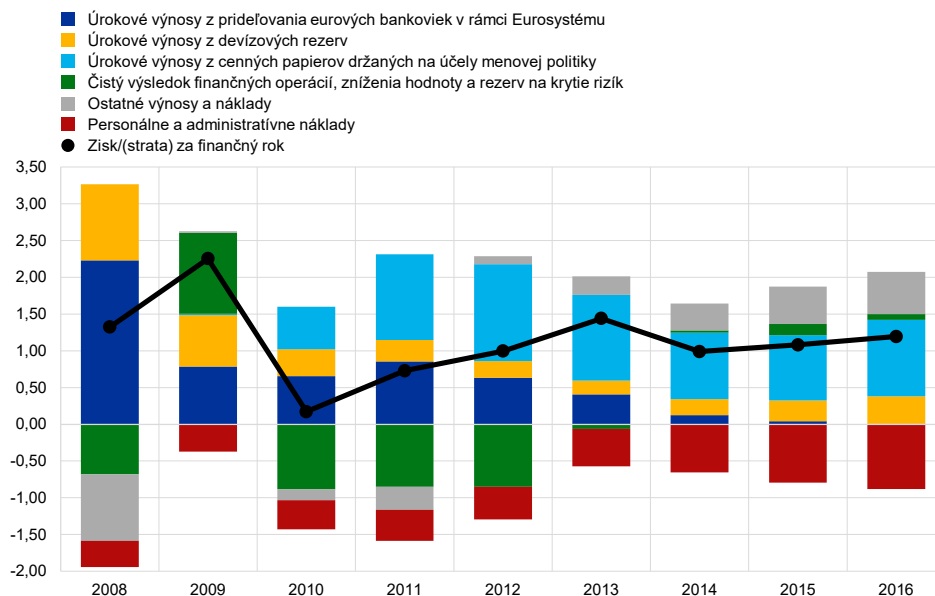
Zdroj: ECB.

<sup>17</sup> V grafe sú uvedené koncoročné hodnoty.

## Graf 4

### Vývoj výkazu ziskov a strát ECB v období 2008 – 2016

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Zníženie objemu súvahy ECB v období 2008 – 2014 spôsobilo predovšetkým zlepšenie podmienok financovania v amerických dolároch pre zmluvné strany Eurosystemu a následná postupná redukcia operácií Eurosystemu na dodanie likvidity v amerických dolároch. Výsledkom bol pokles pohľadávok ECB v rámci Eurosystemu a jej ostatných záväzkov. V súvislosti s nákupom krytých dlhopisov a cenných papierov krytých aktívami v rámci tretieho programu nákupu krytých dlhopisov (CBPP3) a programu ABSPP začala súvaha ECB v poslednom štvrtroku 2014 opäť rásť. V rokoch 2015 a 2016 táto expanzia súvahy pokračovala v dôsledku nákupu cenných papierov emitovaných ústrednými vládami, regionálnymi a miestnymi samosprávami a uznávanými agentúrami v eurozóne v rámci programu PSPP. Nákup cenných papierov v rámci všetkých týchto programov sa realizoval prostredníctvom účtov vedených v systéme TARGET2 a preto mal za následok zodpovedajúci nárast záväzkov v rámci Eurosystemu.

Na výšku čistého zisku ECB za rovnaké obdobie mali vplyv nasledujúce faktory.

- Došlo k zníženiu sadzby hlavných refinančných operácií, čím výrazne klesol príjem ECB z ražobného. Priemerná úroková sadzba za rok 2016 predstavovala 0,01 %, zatiaľ čo v roku 2008 to boli 4 %. Úrokové výnosy z objemu bankoviek v obehu preto klesli z 2,2 mld. € v roku 2008 na 0,01 mld. € v roku 2016.
- Všeobecná rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata sa zvyšovala, a to najmä v rokoch 2010 až 2012. V tomto období bolo do rezervy na krytie rizík celkovo prevedených 3,5 mld. €, čo viedlo k zodpovedajúcemu zníženiu vykázaného zisku.

- Došlo k postupnému zníženiu úrokových výnosov z devízových rezerv z 1,0 mld. € v roku 2008 na 0,2 mld. € v roku 2013, a to najmä v dôsledku poklesu dolárových výnosov a následného poklesu úrokových výnosov z portfólia v amerických dolároch. V posledných troch rokoch však došlo k obratu tohto trendu a v roku 2016 tieto výnosy dosiahli 0,4 mld. €.
- Cenné papiere nadobudnuté v rámci programov nákupu aktív na menovopolitické účely od roku 2010 generovali v priemere 57 % celkových čistých úrokových výnosov ECB.
- Zriadenie jednotného mechanizmu dohľadu v roku 2014 viedlo k významnému nárastu počtu zamestnancov a administratívnych nákladov. Náklady spojené s SSM sa však hradia z ročných poplatkov za dohľad účtovaných dohliadaným subjektom.

# Finančné výkazy ECB

## Súvaha k 31. decembru 2016

AKTÍVA	Pozn. č.	2016 €	2015 €
Zlato a pohľadávky v zlate	1	17 820 761 460	15 794 976 324
<b>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	2		
Pohľadávky voči MMF	2.1	716 225 836	714 825 534
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva	2.2	50 420 927 403	49 030 207 257
		<b>51 137 153 239</b>	<b>49 745 032 791</b>
<b>Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	2.2	<b>2 472 936 063</b>	<b>1 862 714 832</b>
<b>Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	3	<b>98 603 066</b>	<b>52 711 983</b>
<b>Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách</b>	4		
Cenné papiere držané na účely menovej politiky	4.1	160 815 274 667	77 808 651 858
<b>Pohľadávky v rámci Eurosystému</b>	5		
Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystému	5.1	90 097 085 330	86 674 472 505
<b>Ostatné aktíva</b>	6		
Hmotné a nehmotné fixné aktíva	6.1	1 239 325 587	1 263 646 830
Ostatné finančné aktíva	6.2	20 618 929 223	20 423 917 583
Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov	6.3	839 030 321	518 960 866
Časové rozlíšenie a náklady budúcich období	6.4	2 045 522 937	1 320 068 350
Ostatné	6.5	1 799 777 235	1 180 224 603
		<b>26 542 585 303</b>	<b>24 706 818 232</b>
<b>Aktíva spolu</b>		<b>348 984 399 128</b>	<b>256 645 378 525</b>

PASÍVA	Pozn. č.	2016 €	2015 €
Bankovky v obehu	7	90 097 085 330	86 674 472 505
Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách	8	1 851 610 500	0
Záväzky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách	9		
Ostatné záväzky	9.1	1 060 000 000	1 026 000 000
Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách	10	16 730 644 177	2 330 804 192
Záväzky v rámci Eurosystemu	11		
Záväzky z prevodu devízových rezerv	11.1	40 792 608 418	40 792 608 418
Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté)	11.2	151 201 250 612	83 083 520 309
		<b>191 993 859 030</b>	<b>123 876 128 727</b>
Ostatné záväzky	12		
Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov	12.1	660 781 618	392 788 148
Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období	12.2	69 045 958	95 543 989
Ostatné	12.3	1 255 559 836	891 555 907
		<b>1 985 387 412</b>	<b>1 379 888 044</b>
Rezervy	13	7 706 359 686	7 703 394 185
Účty precenenia	14	28 626 267 808	24 832 823 174
Základné imanie a rezervy	15		
Kapitál	15.1	7 740 076 935	7 740 076 935
Zisk za rok		1 193 108 250	1 081 790 763
<b>Pasíva spolu</b>		<b>348 984 399 128</b>	<b>256 645 378 525</b>



## Výkaz ziskov a strát za rok končiaci sa 31. decembra 2016

	Pozn. č.	2016 €	2015 €
Úrokové výnosy z devízových rezerv	22.1	370 441 770	283 205 941
Úrokové výnosy z prideľovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu	22.2	8 920 896	41 991 105
Ostatné úrokové výnosy	22.4	1 604 648 023	1 732 919 191
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>1 984 010 689</i>	<i>2 058 116 237</i>
Úročenie pohľadávok NCB z prevedených devízových rezerv	22.3	(3 611 845)	(17 576 514)
Ostatné úrokové náklady	22.4	(332 020 205)	(565 387 082)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(335 632 050)</i>	<i>(582 963 596)</i>
<b>Čisté úrokové výnosy</b>	<b>22</b>	<b>1 648 378 639</b>	<b>1 475 152 641</b>
Realizované zisky/straty z finančných operácií	23	224 541 742	214 433 730
Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií	24	(148 172 010)	(64 053 217)
Tvorba a použitie rezerv na kurzové, úrokové a kreditné riziká a riziká súvisiace so zmenami ceny zlata		0	0
<b>Čistý výsledok finančných operácií, zníženia hodnoty a rezerv na krytie rizík</b>		<b>76 369 732</b>	<b>150 380 513</b>
<b>Čisté výnosy/náklady na poplatky a provízie</b>	<b>25</b>	<b>371 322 769</b>	<b>268 332 261</b>
<b>Výnosy z akcií a podielových účastí</b>	<b>26</b>	<b>869 976</b>	<b>908 109</b>
<b>Ostatné výnosy</b>	<b>27</b>	<b>50 000 263</b>	<b>51 023 378</b>
<b>Celkové čisté výnosy</b>		<b>2 146 941 379</b>	<b>1 945 796 902</b>
Personálne náklady	28	(466 540 231)	(440 844 142)
Administratívne náklady	29	(414 207 622)	(351 014 617)
Odpisovanie hmotných a nehmotných fixných aktív		(64 769 605)	(64 017 361)
Služby súvisiace s výrobou bankoviek	30	(8 315 671)	(8 130 019)
<b>Zisk za rok</b>		<b>1 193 108 250</b>	<b>1 081 790 763</b>

Frankfurt nad Mohanom 7. februára 2017

Európska centrálna banka

Mario Draghi  
prezident

## Účtovné pravidlá<sup>18</sup>

### Podoba a prezentácia finančných výkazov

Finančné výkazy ECB boli zostavené v súlade s nasledujúcimi účtovnými pravidlami<sup>19</sup>, ktoré podľa Rady guvernérov ECB umožňujú vernú prezentáciu finančných výkazov a zároveň odrážajú charakter činnosti centrálnej banky.

### Účtovné zásady

Platia nasledujúce účtovné zásady: ekonomická realita a transparentnosť, obozretnosť, zohľadnenie udalostí po súvahovom dni, významnosť, zásada kontinuity vykazujúceho podniku, metóda časového rozlíšenia, konzistentnosť a porovnateľnosť.

### Vykazovanie aktív a pasív

Aktíva a pasíva sa v súvahe vykazujú len vtedy, keď je pravdepodobné, že akýkoľvek súvisiaci budúci hospodársky výnos alebo náklad pôjde v prospech alebo na ťarchu ECB, keď bola na ECB prevedená podstatná časť súvisiacich rizík a úžitkov a keď sa dá spoľahlivo stanoviť cena alebo hodnota aktíva, resp. výška záväzku.

### Účtovné pravidlá

Účtovná závierka bola zostavená na základe obstarávacích nákladov, pričom obchodovateľné cenné papiere (okrem cenných papierov klasifikovaných ako držaných do splatnosti), 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 vykazujú na základe dátumu vyrovnania.

S výnimkou spotových transakcií s cennými papiermi sa transakcie s finančnými nástrojmi v cudzej mene evidujú na podsúvahových účtoch v deň uzavretia obchodu. V deň vyrovnania sa podsúvahové položky stornujú a transakcie sa vykazujú v súvahe. Nákup a predaj cudzej meny sa prejaví na čistej devízovej pozícii v deň uzavretia obchodu a realizované výsledky predaja sa počítajú tiež v deň uzavretia

<sup>18</sup> Podrobné účtovné pravidlá ECB sú stanovené v rozhodnutí ECB (EÚ) 2016/2247 z 3. novembra 2016 o ročnej účtovnej závierke ECB (ECB/2016/35), Ú. v. EÚ L 347, 20.12.2016, s. 1.

<sup>19</sup> Tieto pravidlá, ktoré sa podľa potreby pravidelne prehodnocujú a aktualizujú, sú v súlade s ustanoveniami článku 26.4 Štatútu ESCB, ktorý vyžaduje harmonizáciu pravidiel účtovania a finančného vykazovania operácií Eurosystemu.

obchodu. Časovo rozlíšené úroky, prémie a diskonty súvisiace s finančnými nástrojmi v cudzej mene sa počítajú a účtujú denne, a denne sa v dôsledku týchto položiek časového rozlíšenia mení aj devízová pozícia.

## Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene

Aktíva a pasíva v cudzej mene sa prepočítavajú na eurá kurzom platným v súvahový deň. Výnosy a náklady sa prepočítavajú kurzom platným v deň účtovania. Devízové aktíva a pasíva sa preceňujú za každú menu zvlášť. Platí to pre súvahové i podsúvahové nástroje.

Precenenie aktív a pasív v cudzej mene na trhovú hodnotu sa uskutočňuje oddelene od kurzového precenenia.

Zlato sa oceňuje trhovou cenou platnou v súvahový deň. Pri preceňovaní zlata sa nerozlišujú cenové a kurzové rozdiely. Zlato sa oceňuje jednorazovo na základe ceny za uncu čistého zlata v eurách, ktorá bola za rok končiaci sa 31. decembra 2016 stanovená podľa kurzu eura voči americkému doláru platného 30. decembra 2016.

Zvláštne práva čerpania (special drawing right – SDR) sa definujú prostredníctvom koša mien. Pri preceňovaní SDR v držbe ECB bola hodnota SDR vypočítaná ako vážený súčet výmenných kurzov piatich hlavných mien (amerického dolára, eura, japonského jenu, britskej libry a čínskeho jüanu) prevedený na eurá k 30. decembru 2016.

## Cenné papiere

### Cenné papiere držané na účely menovej politiky

Cenné papiere v súčasnosti držané na účely menovej politiky sa účtujú v amortizovanej obstarávacej cene so zohľadnením zníženia hodnoty.

### Ostatné cenné papiere

Obchodovateľné cenné papiere (okrem cenných papierov držaných na účely menovej politiky) a podobné aktíva sa oceňujú jednotlivo buď strednou trhovou cenou, alebo na základe príslušnej výnosovej krivky platnej v súvahový deň. Opcie, ktoré sú súčasťou cenných papierov, sa neoceňujú oddelene. Za rok končiaci 31. decembra 2016 boli použité stredné trhové ceny platné 30. decembra 2016. Nelikvidné akcie a prípadné ďalšie kapitálové nástroje držané ako trvalé investície sa oceňujú v obstarávacej cene so zohľadnením zníženia hodnoty.

## Účtovanie výnosov

Výnosy a náklady sa účtujú v období, v ktorom vznikli.<sup>20</sup> Realizované zisky a straty z predaja devíz, zlata a cenných papierov sa účtujú vo výkaze ziskov a strát. Takéto realizované zisky a straty sa počítajú na základe priemernej obstarávacej ceny príslušného aktíva.

Nerealizované zisky sa nevykazujú ako výnosy, ale prevádzajú sa priamo na účet precenenia.

Nerealizované straty sa účtujú vo výkaze ziskov a strát, ak na konci roka prekročia predchádzajúce zisky z precenenia vedené na príslušnom účte precenenia. Takéto nerealizované straty z určitého cenného papiera, meny alebo zlata sa nezapočítavajú voči nerealizovaným ziskom z ostatných cenných papierov, mien alebo zlata. V prípade takejto nerealizovanej straty z niektorej položky účtovanej vo výkaze ziskov a strát sa priemerná obstarávacia cena tejto položky znižuje na úroveň koncoročného výmenného kurzu alebo trhovej ceny. Nerealizované straty z úrokových swapov, ktoré sa účtujú vo výkaze ziskov a strát na konci roka, sa odpisujú v nasledujúcich rokoch.

Straty zo zníženia hodnoty sa účtujú vo výkaze ziskov a strát a v nasledujúcich rokoch sa nestornujú, pokiaľ zníženie hodnoty neklesá a tento pokles nemožno spojiť s evidentnou udalosťou, ktorá nastala potom, ako sa zníženie hodnoty zaznamenalo po prvýkrát.

Prémie alebo diskonty cenných papierov sa amortizujú počas zostávajúcej doby splatnosti cenných papierov.

## Reverzné obchody

Reverzné obchody sú operácie, v rámci ktorých ECB nakupuje alebo predáva aktíva formou dohody o spätnom odkúpení alebo uskutočňuje úverové operácie zabezpečené kolaterálom.

V prípade dohody o spätnom odkúpení sa cenné papiere predávajú za hotovosť, pričom sa zároveň uzavrie dohoda o spätnom odkúpení od druhej zmluvnej strany za stanovenú cenu k určitému budúcemu dátumu. Dohody o spätnom odkúpení sa vykazujú v súvahe na strane pasív ako zabezpečené vklady. Cenné papiere predané v rámci takýchto dohôd sú ďalej vedené v súvahe ECB.

V prípade reverznej dohody o spätnom odkúpení sa cenné papiere nakupujú za hotovosť, pričom sa zároveň uzavrie dohoda o spätnom predaji 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.

<sup>20</sup> V prípade administratívnych položiek časového rozlíšenia a rezerv sa uplatňuje minimálny limit 100 000 €.

Reverzné obchody (vrátane pôžičiek cenných papierov) uzavreté v rámci programu poskytovaného špecializovanou inštitúciou sa v súvahe evidujú len vtedy, ak bol kolaterál poskytnutý v hotovosti a táto hotovosť zostáva neinvestovaná.

## Podsúvahové nástroje

Menové nástroje, konkrétne devízové forwardové transakcie, forwardové 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. Denné zmeny prípustnej odchýlky nevyrovnaných úrokových futures ako aj úrokové swapy zúčtované prostredníctvom centrálnej protistrany sa vykazujú vo výkaze ziskov a strát. Forwardové transakcie s cennými papiermi a úrokové swapy, ktoré sa nezúčtujú prostredníctvom centrálnej protistrany, ECB oceňuje na základe všeobecne uznávaných metód oceňovania, pri ktorých sa používajú pozorovateľné trhové ceny, kurzy a diskontné faktory odo dňa vyrovnania do dňa ocenenia.

## Udalosti po súvahovom dni

V údajoch o hodnote aktív a pasív sú zohľadnené udalosti, ktoré nastanú medzi súvahovým dňom a dňom, keď Výkonná rada schváli predloženie účtovnej závierky ECB Rade guvernérov na schválenie, ak takéto udalosti významným spôsobom ovplyvňujú stav aktív a pasív k súvahovému dňu.

Dôležité udalosti po súvahovom dni, ktoré neovplyvňujú stav aktív a pasív k súvahovému dňu, sú uvedené v poznámkach.

## Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu

Zostatky v rámci ESCB sú najmä výsledkom cezhraničných platieb v EÚ vyrovnaných v eurách v peniazoch centrálnej banky. Tieto transakcie iniciujú prevažne súkromné subjekty (úverové inštitúcie, podniky a fyzické osoby). Vyrovnávajú sa prostredníctvom systému TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého vyrovnania platieb v reálnom čase) a vykazujú sa ako dvojstranné zostatky na účtoch centrálnych bánk krajín EÚ vedených v systéme TARGET2. Tieto dvojstranné zostatky sa započítavajú a následne 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. čistý záväzok každej národnej centrálnej banky voči zvyšku ESCB. Zostatky (v rámci Eurosystemu) národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB v rámci systému TARGET2, ako aj ostatné zostatky v rámci Eurosystemu v eurách (napr. predbežné rozdelenie zisku medzi národné

centrálne banky), sa v súvahe ECB vykazujú ako jedna čistá aktívna alebo pasívna pozícia v položke „Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)“ alebo „Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté)“. Zostatky (v rámci ESCB) národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny voči ECB, ktoré vyplývajú z ich účasti v systéme TARGET2,<sup>21</sup> sa vykazujú v položke „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“.

Zostatky v rámci Eurosystemu, ktoré sú výsledkom pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu, sa vykazujú ako jedno čisté aktívum v položke „Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu“ (časť „Bankovky v obehú“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zostatky v rámci Eurosystemu, ktoré sú výsledkom prevodu devízových rezerv do ECB zo strany národných centrálnych bánk vstupujúcich do Eurosystemu, sú vyjadrené v eurách a vykazujú sa v položke „Záväzky z prevodu devízových rezerv“.

## Účtovanie fixných aktív

Fixné aktíva vrátane nehmotných aktív, avšak s výnimkou pozemkov a umeleckých diel, sa oceňujú v obstarávacej cene zníženej o odpisy. Pozemky a umelecké diela sa oceňujú v obstarávacej cene. Čo sa týka odpisovania hlavnej budovy ECB, jej obstarávacie náklady sú zaradené do príslušných položiek aktív, ktoré sa odpisujú na základe odhadovanej doby ekonomickej životnosti jednotlivých komponentov. Odpisy sa uplatňujú rovnomerne počas doby predpokladanej ekonomickej životnosti aktív a odpisovanie sa začína vo štvrtroku po uvedení aktíva do prevádzky. Dĺžka ekonomickej životnosti hlavných skupín aktív:

Budovy	20, 25 alebo 50 rokov
Vybavenie budov	10 alebo 15 rokov
Technické vybavenie	4, 10 alebo 15 rokov
Počítače, súvisiaci hardvér a softvér a motorové vozidlá	4 roky
Nábytok	10 rokov

Doba odpisovania kapitalizovaných výdavkov na renováciu spojených s existujúcimi prenajatými priestormi ECB je upravená tak, aby sa zohľadnili všetky udalosti, ktoré majú vplyv na predpokladanú ekonomickú životnosť dotknutého aktíva.

Fixné aktíva s obstarávacou cenou nižšou ako 10 000 € sa odpisujú v roku nadobudnutia.

Fixné aktíva, ktoré spĺňajú kritériá kapitalizácie, ale nachádzajú sa vo fáze výstavby alebo vývoja, sa vykazujú v položke „Nedokončené aktíva“. Po uvedení aktív do prevádzky sa súvisiace náklady prevádzajú do príslušných kategórií fixných aktív.

<sup>21</sup> K 31. decembru 2016 boli do systému TARGET2 zapojené tieto národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny: Българска народна банка (Bulharská národná banka), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski a Banca Națională a României.

## Dôchodkové programy ECB, ostatné dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky

ECB vedie pre svojich zamestnancov, členov Výkonnej rady i členov Rady pre dohľad, ktorí sú zamestnancami ECB, program so stanovenými dávkami.

Dôchodkový program pre zamestnancov je financovaný aktívami z dlhodobého fondu zamestnaneckých dávok. Povinné odvody ECB a zamestnancov predstavujú 20,7 % a 7,4 % základného platu a zohľadňujú sa v rámci piliera so stanovenými dávkami. Zamestnanci majú možnosť platiť dobrovoľné dodatočné odvody v rámci piliera so stanovenými odvodmi, ktoré je možné využiť na poskytnutie dodatočných dávok.<sup>22</sup> Tieto dodatočné dávky sa stanovujú podľa výšky dobrovoľných odvodov a investičných výnosov z týchto odvodov.

Dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky členov Výkonnej rady a členov Rady pre dohľad, ktorí sú zamestnancami ECB, sa zabezpečujú pomocou nefinancovaných opatrení. V prípade zamestnancov sa prostredníctvom nefinancovaných opatrení zabezpečujú nedôchodkové dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky.

### Čistý záväzok zo stanovených dávok

Záväzok, ktorý sa v súvahe vykazuje v položke „Ostatné pasíva“ v súvislosti s programami so stanovenými dávkami, predstavuje súčasnú hodnotu záväzku zo stanovených dávok k súvahovému dňu zníženú o reálnu hodnotu aktív programu určených na financovanie tohto záväzku.

Výšku záväzku zo stanovených dávok každý rok určujú nezávislí poisťní matematici (aktuári) metódou projektovanej jednotky kreditu. Súčasná hodnota záväzku zo stanovených dávok sa počíta diskontovaním očakávaných budúcich hotovostných tokov pomocou úrokovej miery odvodennej v súvahový deň od trhových výnosov 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 poisťno-matematických predpokladov) alebo v dôsledku zmeny poisťno-matematických predpokladov.

<sup>22</sup> Fond vytvorený z dobrovoľných odvodov každého člena sa môže využiť pri odchode do dôchodku na zakúpenie doplnkového dôchodku, ktorý sa od toho momentu zahrnie do záväzku zo stanovených dávok.

## Čisté náklady na stanovené dávky

Čisté náklady na stanovené dávky sa rozdeľujú na časti vykazované vo výkaze ziskov a strát a precenenia v súvislosti s dávkami vyplácanými po skončení pracovného pomeru v súvahe v položke „Účty precenenia“.

Čistá suma, ktorá sa účtuje vo výkaze ziskov a strát, obsahuje:

- a) náklady súčasnej služby v súvislosti so stanovenými dávkami vznikajúcimi v danom roku,
- b) čistý úrok z čistého záväzku zo stanovených dávok na úrovni diskontnej sadzby a
- c) precenenia v celom rozsahu v súvislosti s ostatnými dlhodobými dávkami.

Čistá suma uvedená v položke „Účty precenenia“ obsahuje:

- a) poistno-matematické zisky a straty zo záväzku zo stanovených dávok,
- b) skutočné výnosy z aktív programu okrem súm zahrnutých do čistého úroku z čistého záväzku zo stanovených dávok a
- c) všetky zmeny účinku stropu aktív okrem súm zahrnutých do čistého úroku z čistého záväzku zo stanovených dávok.

Tieto sumy každý rok oceňujú nezávislí poistní matematici, ktorí stanovujú výšku príslušného záväzku, ktorý má byť vykázaný vo finančných výkazoch.

## Bankovky v obehu

Eurové bankovky vydáva ECB a národné centrálné banky krajín eurozóny, ktoré spolu tvoria Eurosystem.<sup>23</sup> Celková hodnota eurových bankoviek v obehu sa rozdeľuje medzi centrálné banky Eurosystemu v posledný pracovný deň každého mesiaca podľa kľúča na pridelovanie bankoviek.<sup>24</sup>

ECB bolo pridelených 8 % z celkovej hodnoty eurových bankoviek v obehu, ktoré sú vykázané v súvahe v položke pasív „Bankovky v obehu“. Podiel ECB na celkovej emisii eurových bankoviek je krytý pohľadávkami voči národným centrálnym bankám. Tieto úročené<sup>25</sup> pohľadávky sa vykazujú pod položkou „Pohľadávky v rámci Eurosystemu: Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu“ (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“

<sup>23</sup> Rozhodnutie ECB/2010/29 z 13. decembra 2010 o vydávaní eurobankoviek (prepracované znenie), Ú. v. EÚ L 35, 9.2.2011, s. 26, v znení neskorších zmien.

<sup>24</sup> „Kľúč na pridelovanie bankoviek“ určuje percentuálne podiely po zohľadnení podielu ECB na celkovej emisii eurových bankoviek, pričom podiely národných centrálnych bánk na celkovej emisii sa určujú na základe kľúča na upisovanie základného imania.

<sup>25</sup> Rozhodnutie ECB (EÚ) 2016/2248 z 3. novembra 2016 o rozdeľovaní menových príjmov národných centrálnych bánk členských štátov, ktorých menou je euro (ECB/2016/36), Ú. v. EÚ L 347, 20.12.2016, s. 26.



v poznámkach k účtovným pravidlám). Úrokové výnosy z týchto pohľadávok sú zahrnuté vo výkaze ziskov a strát pod položkou „Úrokové výnosy z pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu“.

## Predbežné rozdelenie zisku

Suma zodpovedajúca výnosom ECB z bankoviek v obehu a z cenných papierov držaných na účely menovej politiky nakúpených v rámci a) programu pre trhy s cennými papiermi, b) tretieho programu nákupu krytých dlhopisov, c) programu nákupu cenných papierov krytých aktívami a d) programu nákupu aktív verejného sektora sa rozdeľuje v januári nasledujúceho roka formou predbežného rozdelenia zisku, pokiaľ Rada guvernérov nerozhodne inak.<sup>26</sup> Výnosy sa rozdeľujú v plnej výške, ak nepresahujú čistý zisk ECB za daný rok a ak Rada guvernérov nerozhodne o prevode do rezervy na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata. Rada guvernérov tiež môže rozhodnúť o znížení výšky predbežne rozdeľovaného zisku o náklady, ktoré ECB vznikli v spojení s emisiou a spracovaním eurových bankoviek.

## Reklasifikácie

Úrokové výnosy (napr. kupónový úrok) a úrokové náklady (napr. amortizácia prémie) z cenných papierov držaných na účely menovej politiky sa v minulosti vykazovali v hrubých hodnotách pod položkami „Ostatné úrokové výnosy“ a „Ostatné úrokové náklady“. V záujme harmonizácie vykazovania úrokových výnosov a nákladov vyplývajúcich z operácií menovej politiky na úrovni Eurosystemu ECB rozhodla, že od roku 2016 sa budú tieto položky uvádzať v čistom vyjadrení buď ako „Ostatné úrokové výnosy“ alebo „Ostatné úrokové náklady“, podľa toho, či je čisté saldo kladné alebo záporné. Porovnateľné sumy za rok 2015 boli upravené takto:

	Uverejnené v roku 2015 €	Úpravy v dôsledku reklasifikácie €	Nová suma €
Ostatné úrokové výnosy	2 168 804 955	(435 885 764)	1 732 919 191
Ostatné úrokové náklady	(1 001 272 846)	435 885 764	(565 387 082)

Reklasifikácia nemala žiadny vplyv na výšku čistého zisku vykázaného za rok 2015.

## Ostatné aspekty

Vzhľadom na úlohu ECB ako centrálnej banky by zverejnenie výkazu peňažných tokov čitateľom finančných výkazov neposkytlo žiadne ďalšie relevantné informácie.

<sup>26</sup> Rozhodnutie ECB (EÚ) 2015/298 z 15. decembra 2014 o dočasnom rozdeľovaní príjmu ECB (prepracované znenie) (ECB/2014/57), Ú. v. EÚ L 53, 25.2.2015, s. 24, v znení neskorších zmien.

V súlade s článkom 27 Štatútu ESCB a na základe odporúčania Rady guvernérov schválila Rada EÚ vymenovanie spoločnosti Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (Spolková republika Nemecko) za externého audítora ECB na dobu piatich rokov do konca finančného roka 2017.

## Poznámky k súvahe

### 1 Zlato a pohľadávky v zlate

K 31. decembru 2016 mala ECB 16 229 522 uncí<sup>27</sup> rýdzeho zlata. V roku 2016 sa neuskutočnili žiadne transakcie so zlatom, preto jeho objem v držbe ECB zostal v porovnaní s objemom držaným k 31. decembru 2015 nezmenený. Nárast hodnoty zlata v držbe ECB vyjadrenej v eurách bol spôsobený rastom ceny zlata v roku 2016 (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámka 14 „Účty precenenia“).

### 2 Pohľadávky voči nerezydentom a rezidentom eurozóny v cudzej mene

#### 2.1 Pohľadávky voči MMF

Toto aktívum predstavuje zvláštne práva čerpania (SDR) v držbe ECB k 31. decembru 2016. 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 v mene ECB organizovať nákup a predaj SDR za eurá. V účtovníctve sa SDR považujú za cudziu menu (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

#### 2.2 Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva a pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene

Tieto dve položky zahŕňajú zostatky v bankách, úvery v cudzej mene a investície do cenných papierov v amerických dolároch a japonských jenoch.

Pohľadávky voči nerezydentom eurozóny	2016 €	2015 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch	6 844 526 120	4 398 616 340	2 445 909 780
Vklady na peňažnom trhu	2 005 810 644	1 666 345 182	339 465 462
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	503 747 273	831 266 648	(327 519 375)
Investície do cenných papierov	41 066 843 366	42 133 979 087	(1 067 135 721)
<b>Spolu</b>	<b>50 420 927 403</b>	<b>49 030 207 257</b>	<b>1 390 720 146</b>

<sup>27</sup> Toto množstvo predstavuje 504,8 tony.

Pohľadávky voči rezidentom eurozóny	2016 €	2015 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch	1 211 369	953 098	258 271
Vklady na peňažnom trhu	1 964 182 715	1 861 761 734	102 420 981
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	507 541 979	0	507 541 979
Investície do cenných papierov	0	0	0
<b>Spolu</b>	<b>2 472 936 063</b>	<b>1 862 714 832</b>	<b>610 221 231</b>

Zvýšenie hodnoty týchto položiek v roku 2016 bolo spôsobené najmä zhodnotením amerického dolára a japonského jenu voči euru.

Čistý objem devízových prostriedkov ECB v amerických dolároch a japonských jenoch<sup>28</sup> k 31. decembru 2016:

	2016 (v miliónoch menových jednotiek)	2015 (v miliónoch menových jednotiek)
Americký dolár	46 759	46 382
Japonský jen	1 091 844	1 085 596

### 3 Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách

K 31. decembru 2016 táto položka pozostávala z bežných účtov vedených u rezidentov eurozóny.

## 4 Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách

### 4.1 Cenné papiere držané na účely menovej politiky

K 31. decembru 2016 túto položku tvorili cenné papiere, ktoré ECB nadobudla v rámci troch programov nákupu krytých dlhopisov, programu pre trhy s cennými papiermi, programu nákupu cenných papierov krytých aktívami a programu nákupu aktív verejného sektora.

Nákupy v rámci prvého programu nákupu krytých dlhopisov sa skončili 30. júna 2010 a druhý program nákupu krytých dlhopisov sa skončil 31. októbra 2012. Program pre trhy s cennými papiermi bol ukončený 6. septembra 2012.

<sup>28</sup> Aktíva mínus pasíva v príslušnej cudzej mene, ktoré podliehajú devízovému preceneniu. Sú súčasťou položiek „Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Časové rozlíšenie a náklady budúcich období“, „Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov“ (strana pasív) a „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“, pričom zohľadňujú aj devízové forwardové a swapové transakcie zahrnuté v podsúvahových položkách. Vplyv ziskov z precenenia finančných nástrojov v cudzej mene nie je zahrnutý.

V roku 2016 boli programy Eurosystemu predstavujúce program nákupu aktív,<sup>29</sup> t. j. tretí program nákupu krytých dlhopisov, program nákupu cenných papierov krytých aktívami a program nákupu aktív verejného sektora, doplnené o štvrtú zložku – program nákupu aktív podnikového sektora.<sup>30</sup> Rada guvernérov v roku 2016 prijala rozhodnutia s priamym vplyvom na objem mesačných nákupov a trvanie programu nákupu aktív.<sup>31</sup> Išlo o rozhodnutie: i) zvýšiť od apríla 2016 celkový objem čistých nákupov uskutočňovaných národnými centrálnymi bankami a ECB v rámci programu nákupu aktív z priemerných 60 mld. € na 80 mld. € za mesiac, a ii) od marca 2017 pokračovať v čistých nákupoch v rámci programu nákupu aktív v objeme 60 mld. € za mesiac až do konca decembra 2017, v prípade potreby aj dlhšie, minimálne však dovtedy, kým sa podľa Rady guvernérov neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie zodpovedajúca jej inflačnému cieľu.<sup>32</sup> Popri čistom nákupe sa zároveň budú reinvestovať splátky istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív.

Cenné papiere nadobudnuté v rámci uvedených programov sa oceňujú v amortizovanej obstarávacej cene so zohľadnením zníženia hodnoty (časť „Cenné papiere“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Amortizovaná obstarávacia cena cenných papierov v držbe ECB, ako aj ich trhovú hodnotu<sup>33</sup>, ktorá sa uvádza len na porovnanie a nevykazuje sa v súvahe ani vo výkaze ziskov a strát, je nasledovná:

	2016 €		2015 €		Zmena €	
	Amortizovaná obstarávacia cena	Trhová hodnota	Amortizovaná obstarávacia cena	Trhová hodnota	Amortizovaná obstarávacia cena	Trhová hodnota
Prvý program nákupu krytých dlhopisov	1 032 305 522	1 098 106 253	1 786 194 503	1 898 990 705	(753 888 981)	(800 884 452)
Druhý program nákupu krytých dlhopisov	690 875 649	743 629 978	933 230 549	1 013 540 352	(242 354 900)	(269 910 374)
Tretí program nákupu krytých dlhopisov	16 550 442 553	16 730 428 857	11 457 444 451	11 396 084 370	5 092 998 102	5 334 344 487
Program pre trhy s cennými papiermi	7 470 766 415	8 429 995 853	8 872 443 668	10 045 312 608	(1 401 677 253)	(1 615 316 755)
Program nákupu cenných papierov krytých aktívami	22 800 124 065	22 786 088 513	15 321 905 622	15 220 939 054	7 478 218 443	7 565 149 459
Program nákupu aktív verejného sektora	112 270 760 463	112 958 545 591	39 437 433 065	39 372 318 024	72 833 327 398	73 586 227 567
<b>Spolu</b>	<b>160 815 274 667</b>	<b>162 746 795 045</b>	<b>77 808 651 858</b>	<b>78 947 185 113</b>	<b>83 006 622 809</b>	<b>83 799 609 932</b>

Pokles amortizovanej obstarávacej ceny portfólií prvého a druhého programu nákupu krytých dlhopisov a programu pre trhy s cennými papiermi bol dôsledkom splatenia cenných papierov.

Rada guvernérov pravidelne hodnotí finančné riziká spojené s cennými papiermi nadobudnutými v rámci všetkých uvedených programov.

<sup>29</sup> Ďalšie informácie o programe nákupu aktív sa nachádzajú [na internetovej stránke ECB](#).

<sup>30</sup> V rámci tohto programu môžu národné centrálné banky nakupovať eurové dlhopisy investičného stupňa vydané nebankovými spoločnosťami usadenými v eurozóne. ECB cenné papiere v rámci tohto programu nenakupuje.

<sup>31</sup> Tlačové správy ECB z 10. marca 2016 a 8. decembra 2016.

<sup>32</sup> Pri zabezpečovaní cenovej stability sa ECB snaží udržiavať mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte.

<sup>33</sup> Trhové hodnoty sú len orientačné a sú odvodené z trhových kotácií. V prípade nedostupnosti trhových kotácií boli trhové ceny odhadnuté pomocou interných modelov Eurosystemu.

Na základe údajov ku koncu roka sa každoročne vykonávajú testy zníženia hodnoty, ktoré schvaľuje Rada guvernérov. V rámci týchto testov sa osobitne za každý program posudzujú ukazovatele zníženia hodnoty. V prípadoch zaznamenania týchto ukazovateľov sa uskutočnila ďalšia analýza s cieľom potvrdiť, že príslušná udalosť zníženia hodnoty neovplyvnila peňažné toky príslušných cenných papierov. Vychádzajúc z výsledkov tohtoročných testov zníženia hodnoty neboli v prípade cenných papierov držaných v menovopolitických portfóliách v roku 2016 zaznamenané žiadne straty.

## 5 Pohľadávky v rámci Eurosystemu

### 5.1 Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu

Táto položka sa skladá z pohľadávok ECB voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny súvisiacich s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Úroky z týchto pohľadávok sa počítajú denne na základe aktuálnej hraničnej úrokovej sadzby v tendroch hlavných refinančných operácií Eurosystemu<sup>34</sup> (poznámka 22.2 „Úrokové výnosy z pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu“).

## 6 Ostatné aktíva

### 6.1 Hmotné a nehmotné fixné aktíva

K 31. decembru 2016 tieto aktíva tvorili nasledujúce položky:

---

<sup>34</sup> Od 16. marca 2016 je úroková sadzba používaná Eurosystemom v jeho tendroch hlavných refinančných operácií na úrovni 0,00 %.

	2016 €	2015 €	Zmena €
<b>Náklady</b>			
Pozemky a budovy	1 011 662 911	1 027 242 937	(15 580 026)
Vybavenie budov	221 888 762	219 897 386	1 991 376
Počítačový hardvér a softvér	88 893 887	77 350 193	11 543 694
Zariadenie, nábytok a motorové vozidlá	96 197 706	92 000 437	4 197 269
Nedokončené aktíva	3 024 459	244 590	2 779 869
Ostatné fixné aktíva	9 713 742	9 453 181	260 561
<b>Náklady spolu</b>	<b>1 431 381 467</b>	<b>1 426 188 724</b>	<b>5 192 743</b>
<b>Akumulované odpisy</b>			
Pozemky a budovy	(72 284 513)	(79 468 891)	7 184 378
Vybavenie budov	(31 590 282)	(15 827 521)	(15 762 761)
Počítačový hardvér a softvér	(57 935 440)	(45 530 493)	(12 404 947)
Zariadenie, nábytok a motorové vozidlá	(29 107 438)	(20 831 615)	(8 275 823)
Ostatné fixné aktíva	(1 138 207)	(883 374)	(254 833)
<b>Akumulované odpisy spolu</b>	<b>(192 055 880)</b>	<b>(162 541 894)</b>	<b>(29 513 986)</b>
<b>Čistá účtovná hodnota</b>	<b>1 239 325 587</b>	<b>1 263 646 830</b>	<b>(24 321 243)</b>

Čistý pokles v položke nákladov „Pozemky a budovy“ a súvisiacich kumulovaných odpisov bol spôsobený najmä vyňatím kapitalizovaných výdavkov na renováciu vyradených položiek z vykazovania.

## 6.2 Ostatné finančné aktíva

Do tejto položky patria predovšetkým investície vlastných zdrojov ECB<sup>35</sup> vedených ako priama protipoložka k položkám základné imanie a rezervné fondy a rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata. Okrem toho sem patrí 3 211 akcií v Banke pre medzinárodné zúčtovanie (Bank for International Settlements – BIS) v obstarávacej cene 41,8 mil. €.

Túto položku tvoria nasledujúce zložky:

	2016 €	2015 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch v eurách	30 000	30 000	–
Cenné papiere v eurách	19 113 074 101	19 192 975 459	(79 901 358)
Reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách	1 463 994 460	1 188 997 789	274 996 671
Ostatné finančné aktíva	41 830 662	41 914 335	(83 673)
<b>Spolu</b>	<b>20 618 929 223</b>	<b>20 423 917 583</b>	<b>195 011 640</b>

Čistý nárast tejto položky v roku 2016 bol predovšetkým dôsledkom reinvestície úrokových výnosov z portfólia vlastných zdrojov .

<sup>35</sup> Dohody o spätnom odkúpení uzavreté v rámci riadenia portfólia vlastných zdrojov sa vykazujú v položke „Ostatné“ na strane pasív (poznámka 12.3 „Ostatné“).

### 6.3 Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov

Túto položku tvoria predovšetkým zmeny ocenenia nevyrovnaných devízových swapových a forwardových transakcií k 31. decembru 2016 (poznámka 19 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Zmeny ocenenia sú výsledkom prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách výmenným kurzom platným v súvahový deň v porovnaní s eurovými hodnotami vyplývajúcimi z prepočtu týchto transakcií priemernou cenou príslušnej cudzej meny v ten istý deň (časť „Podsúvahové nástroje“ a „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

V tejto položke sú zahrnuté aj zisky z precenenia nevyrovnaných úrokových swapov (poznámka 18 „Úrokové swapy“).

### 6.4 Časové rozlíšenie a náklady budúcich období

V roku 2016 boli súčasťou tejto položky časovo rozlíšené úroky z cenných papierov s kupónom vrátane splatných úrokov zaplatených pri nadobudnutí vo výške 1 924,5 mil. € (1 186,6 mil. € v roku 2015) (poznámka 2.2 „Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva; Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene“, poznámka 4 „Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách“ a poznámka 6.2 „Ostatné finančné aktíva“).

Táto položka okrem toho zahŕňa aj a) časovo rozlíšené výnosy zo spoločných projektov Eurosystemu (poznámka 27 „Ostatné výnosy“), b) časovo rozlíšené úrokové výnosy z ostatných finančných aktív a c) rôzne náklady budúcich období.

### 6.5 Ostatné

Táto položka obsahovala časovo rozlíšené sumy predbežného rozdelenia príjmov ECB z bankoviek v obehu (časť „Predbežné rozdelenie zisku“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámka 11.2 „Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté“).

Súčasťou tejto položky boli aj zostatky súvisiace s nevyrovnanými devízovými swapovými a forwardovými transakciami k 31. decembru 2016, ktoré vyplynuli z prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách na základe priemernej ceny príslušnej meny platnej v súvahový deň v porovnaní s eurovými hodnotami, v ktorých boli tieto transakcie pôvodne zaúčtované (časť „Podsúvahové nástroje“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

## 7 Bankovky v obehu

Táto položka pozostáva z podielu ECB (8 %) na celkovom objeme eurových bankoviek v obehu (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).



## 8 Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách

Dňa 8. decembra 2016 Rada guvernérov rozhodla, že centrálné banky Eurosystemu budú môcť pri pôžičkách cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora akceptovať hotovostný kolaterál bez potreby jeho reinvestície. Tieto operácie pre ECB vykonáva špecializovaná inštitúcia.

K 31. decembru 2016 predstavovala hodnota nevyrovnaných pôžičiek cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora uskutočnených s úverovými inštitúciami v eurozóne 1,9 mld. €. Prijatý hotovostný kolaterál bol prevedený na účty systému TARGET2 (poznámka 11.2 „Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté“). Keďže táto hotovosť zostala ku koncu roka neinvestovaná, tieto transakcie boli vykázane v súvahe (časť „Reverzné transakcie“ v poznámkach k účtovným pravidlám).<sup>36</sup>

## 9 Záväzky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách

### 9.1 Ostatné záväzky

Túto položku tvoria vklady členov Euro Banking Association (EBA), ktoré sa používajú ako záručný fond v súvislosti s vyrovnávaním platieb EURO1<sup>37</sup> v systéme TARGET2.

## 10 Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách

K 31. decembru 2016 bola súčasťou tejto položky suma 9,5 mld. € (1,5 mld. € v roku 2015) predstavujúca zostatky centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny vedené v ECB, ktoré vyplývajú z transakcií spracovaných prostredníctvom systému TARGET2, resp. sú ich protipoložkou. Nárast týchto zostatkov v roku 2016 bol dôsledkom platieb rezidentov eurozóny v prospech nerezidentov eurozóny (poznámka 11.2 „Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté“).

Súčasťou tejto položky bola aj suma 4,1 mld. € (0,8 mld. € v roku 2015) vyplývajúca zo stálej vzájomnej menovej dohody s Federálnym rezervným systémom. Federálny rezervný systém v rámci tejto dohody poskytuje ECB prostriedky v amerických dolároch prostredníctvom swapových transakcií s cieľom sprístupniť krátkodobé dolárové zdroje zmluvným stranám Eurosystemu. ECB zároveň uskutočňuje priebežné swapové transakcie s národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny, ktoré takto získané zdroje využívajú na operácie na dodanie likvidity v amerických

<sup>36</sup> Pôžičky cenných papierov, ktoré na konci roka nevedú k neinvestovanému hotovostnému kolaterálu, sú vedené v podsúvahových účtoch (poznámka 16 „Programy požičiavania cenných papierov“).

<sup>37</sup> EURO1 je platobný systém prevádzkovaný spoločnosťou EBA.

dolároch so zmluvnými stranami Eurosystemu formou reverzných transakcií. Priebežné swapové transakcie vedú k vzniku zostatkov v rámci Eurosystemu medzi ECB a národnými centrálnymi bankami (poznámka 11.2 „Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté)“). Swapové transakcie s Federálnym rezervným systémom a národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny tiež vedú k vzniku forwardových pohľadávok a záväzkov, ktoré sa evidujú na podsúvahových účtoch (poznámka 19 „Devízové swapové a forwardové transakcie“).

Zostávajúcu časť tejto položky tvorí suma 3,1 mld. € (0 € v roku 2015) vyplývajúca z nevyrovaných pôžičiek cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora poskytnutých nerezidentom eurozóny, pri ktorých bol prijatý hotovostný kolaterál prevedený na účty v systéme TARGET2 (poznámka 8 „Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách“).

## 11 Záväzky v rámci Eurosystemu

### 11.1 Záväzky z prevodu devízových rezerv

Túto položku tvoria záväzky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny v dôsledku prevodu devízových rezerv do ECB pri vstupe týchto krajín do Eurosystemu. V roku 2016 nedošlo k žiadnym zmenám.

	od 1. januára 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904
<b>Spolu</b>	<b>40 792 608 418</b>

Tieto záväzky sú úročené denne aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou tendrov hlavných refinančných operácií Eurosystemu upravenou tak, aby zohľadňovala nulovú návratnosť zložky zlata (poznámka 22.3 „Úročenie pohľadávok národných centrálnych bánk z prevedených devízových rezerv“).

## 11.2 Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté)

V roku 2016 túto položku tvorili najmä zostatky národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB v rámci systému TARGET2 (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Čistý nárast tejto pozície bol predovšetkým výsledkom nákupov cenných papierov v rámci programu nákupu aktív (poznámka 4 „Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách“) vyrovnaných prostredníctvom účtov systému TARGET2. Vplyv nákupov bolo čiastočne vykompenzovaný a) platbami rezidentov eurozóny v prospech nerezidentov eurozóny vyrovnanými prostredníctvom systému TARGET2 (poznámka 10 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“), b) hotovostným kolaterálom prijatým v súvislosti s požičiavaním cenných papierov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora (poznámka 8 „Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách“ a poznámka 10 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“), c) nárastom objemu priebežných swapových transakcií uzavretých s národnými centrálnymi bankami v spojitosti s operáciami na dodanie likvidity v amerických dolároch, a d) splácaním cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a prvých dvoch programov nákupu krytých dlhopisov, ktoré sa tiež vyrovnáva prostredníctvom účtov v systéme TARGET2.

Pozície v systéme TARGET2, s výnimkou zostatkov vyplývajúcich z priebežných swapových transakcií v spojitosti s operáciami na dodanie likvidity v amerických dolároch, sa úročia denne aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou tendrov hlavných refinančných operácií Eurosystemu.

Táto položka zahŕňala aj sumu splatnú v prospech národných centrálnych bánk krajín eurozóny v súvislosti s predbežným rozdelením zisku ECB (časť „Predbežné rozdelenie zisku“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

	2016 €	2015 €
Závazky voči NCB krajín eurozóny v systéme TARGET2	1 058 484 156 256	812 734 808 529
Pohľadávky voči NCB krajín eurozóny v systéme TARGET2	(908 249 140 203)	(730 463 422 714)
Závazky voči NCB krajín eurozóny z predbežného rozdelenia zisku ECB	966 234 559	812 134 494
<b>Ostatné záväzky v rámci Eurosystemu (čisté)</b>	<b>151 201 250 612</b>	<b>83 083 520 309</b>

## 12 Ostatné záväzky

### 12.1 Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov

Túto položku tvoria predovšetkým zmeny ocenenia devízových swapových a forwardových transakcií nevyrovaných k 31. decembru 2016 (poznámka 19 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Zmeny ocenenia sú výsledkom prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách výmenným kurzom platným v súvahový deň v porovnaní s eurovými hodnotami vyplývajúcimi z prepočtu týchto transakcií priemernou cenou príslušnej cudzej meny v ten istý deň (časť „Podsúvahové nástroje“ a „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

V tejto položke sú zahrnuté aj straty z precenenia nevyrovaných úrokových swapov (poznámka 18 „Úrokové swapy“).

### 12.2 Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období

K 31. decembru 2016 táto položka zahŕňala výnosy zo zálohových platieb prijatých v spojitosti s jednotným mechanizmom dohľadu (Single Supervisory Mechanism – SSM) (poznámka 25 „Čisté výnosy/náklady z poplatkov a provízií“), administratívne časovo rozlíšené položky a položky časového rozlíšenia z finančných nástrojov.

Súčasťou tejto položky boli aj časovo rozlíšené úroky splatné národným centrálnym bankám za celý rok 2016 z ich pohľadávok z devízových rezerv prevedených do ECB (poznámka 11.1 „Závazky z prevodu devízových rezerv“). Táto suma bola vyrovnaná v januári 2017.

	2016 €	2015 €	Zmena €
Časovo rozlíšené položky	20 723 173	20 455 723	267 450
Finančné nástroje	3 621 142	2 191 753	1 429 389
Príjmy budúcich období v súvislosti s SSM	41 089 798	18 926 078	22 163 720
Devízové rezervy prevedené do ECB	3 611 845	17 576 514	(13 964 669)
TARGET2	–	36 393 921	(36 393 921)
<b>Spolu</b>	<b>69 045 958</b>	<b>95 543 989</b>	<b>(26 498 031)</b>

## 12.3 Ostatné

V roku 2016 boli súčasťou tejto položky zostatky súvisiace s devízovými swapovými a forwardovými transakciami nevyrovnanými k 31. decembru 2016 (poznámka 19 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Tieto zostatky vyplynuli z prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách na základe priemernej ceny príslušnej meny platnej v súvahový deň v porovnaní s eurovými hodnotami, v ktorých boli tieto transakcie pôvodne zaúčtované (časť „Podsúvahové nástroje“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Táto položka zahŕňa aj čistý záväzok ECB zo stanovených dávok v súvislosti s dávkami po skončení pracovného pomeru a ostatnými dlhodobými dávkami zamestnancov a členov Výkonnej rady a členov Rady pre dohľad, ktorí sú zamestnancami ECB.

### *Dôchodkové programy ECB, ostatné dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky*<sup>38</sup>

## Súvaha

V súvislosti s dávkami po skončení pracovného pomeru a ostatnými dlhodobými zamestnaneckými dávkami boli v súvahe vykázané tieto sumy:

	2016 Zamestnanci v mil. €	2016 Rady v mil. €	2016 Spolu v mil. €	2015 Zamestnanci v mil. €	2015 Rady v mil. €	2015 Spolu v mil. €
Súčasná hodnota záväzkov	1 361,3	27,7	1 388,9	1 116,7	24,1	1 140,8
Reálna hodnota aktív programu	(878,0)	–	(878,0)	(755,3)	–	(755,3)
<b>Čistý záväzok zo stanovených dávok vykázaný v súvahe</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>

V roku 2016 súčasná hodnota záväzku voči zamestnancom vo výške 1 361,3 mil. € (1 116,7 mil. € v roku 2015) zahŕňala nefinancované dávky vo výške 187,0 mil. € (155,9 mil. € v roku 2015) súvisiace s nedôchodkovými dávkami po skončení

<sup>38</sup> V dôsledku zaokrúhlenia súčty v jednotlivých tabuľkách tejto časti nemusia súhlasiť. V stĺpcoch označených „Rady“ sú vykazované hodnoty za Výkonnú radu i Radu pre dohľad.

pracovného pomeru a ostatnými dlhodobými dávkami. Dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky členov Výkonnej rady a členov Rady pre dohľad sa tiež zabezpečujú pomocou nefinancovaných opatrení.

## Výkaz ziskov a strát

Vo výkaze ziskov a strát boli v roku 2016 vykázané tieto sumy:

	2016 Zamestnanci v mil. €	2016 Rady v mil. €	2016 Spolu v mil. €	2015 Zamestnanci v mil. €	2015 Rady v mil. €	2015 Spolu v mil. €
Náklady súčasnej služby	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Čistý úrok z čistého záväzku zo stanovených dávok	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
<i>z toho:</i>						
<i>Náklady na záväzok</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Úrokové výnosy z aktív programu</i>	(19,5)	–	(19,5)	(13,4)	–	(13,4)
(Zisky)/straty z precenenia v súvislosti s ostatnými dlhodobými dávkami	0,6	0,1	0,7	2,6	(0,1)	2,5
<b>Celková suma zahrnutá do „personálnych nákladov“</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>

Náklady súčasnej služby sa v roku 2016 znížili na 106,0 mil. € (121,9 mil. € v roku 2015), najmä v dôsledku zvýšenia diskontnej sadzby z 2 % v roku 2014 na 2,5 % v roku 2015.<sup>39</sup>

## Zmeny záväzku zo stanovených dávok, aktív programu a výsledkov precenenia

Zmeny súčasnej hodnoty záväzku zo stanovených dávok:

	2016 Zamestnanci v mil. €	2016 Rady v mil. €	2016 Spolu v mil. €	2015 Zamestnanci v mil. €	2015 Rady v mil. €	2015 Spolu v mil. €
Počiatočný záväzok zo stanovených dávok	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6
Náklady súčasnej služby	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Úrokové náklady na záväzok	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Príspevky účastníkov programu	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Vyplatené dávky	(8,6)	(0,8)	(9,5)	(7,5)	(0,8)	(8,3)
(Zisky)/straty z precenenia	100,2	1,9	102,1	(127,5)	(2,2)	(129,7)
<b>Konečný záväzok zo stanovených dávok</b>	<b>1 361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1 388,9</b>	<b>1 116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1 140,8</b>

Celkové straty z precenenia vo výške 102,1 mil. € v roku 2016 zo záväzku zo stanovených dávok boli spôsobené predovšetkým zvýšením diskontnej sadzby z 2,5 % v roku 2015 na 2 % v roku 2016.

<sup>39</sup> Náklady súčasnej služby sa odhadujú na základe diskontnej sadzby platnej v predchádzajúcom roku.

Zmeny (v roku 2016) reálnej hodnoty aktív programu v rámci piliera so stanovenými dávkami v prípade zamestnancov:

	2016 v mil. €	2015 v mil. €
Počiatočná reálna hodnota aktív programu	755,3	651,9
Úrokové výnosy z aktív programu	19,5	13,4
Zisky z precenenia	44,7	26,8
Príspevky zamestnávateľa	45,0	46,9
Príspevky účastníkov programu	19,5	21,7
Vyplatené dávky	(6,0)	(5,4)
<b>Konečná reálna hodnota aktív programu</b>	<b>878,0</b>	<b>755,3</b>

Zisky z precenenia v súvislosti s aktívami programu v rokoch 2016 aj 2015 odzrkadľovali skutočnosť, že skutočné výnosy na jednotky fondov boli vyššie než odhadované úrokové výnosy z aktív programu.

V nadväznosti na ocenenie dôchodkového programu ECB, ktoré uskutočnili poistní matematici ECB k 31. decembru 2015, Rada guvernérov v roku 2016 okrem iného rozhodla o a) ukončení ročného dodatočného odvodu ECB vo výške 6,8 mil. € a b) zvýšení príspevkov ECB do dôchodkového programu pre zamestnancov od septembra 2016 z 19,5 % na 20,7 % základného platu.<sup>40</sup> Napriek nárastu počtu členov programu viedli tieto rozhodnutia k čistému zníženiu celkových príspevkov ECB v roku 2016 (poznámka 28 „Personálne náklady“).

Zmeny (v roku 2016) výsledkov precenenia (poznámka 14 „Účty precenenia“):

	2016 v mil. €	2015 v mil. €
Počiatočné zisky/(straty) z precenenia	(148,4)	(305,6)
Príspevky národných centrálnych bánk vstupujúcich do Eurosystemu <sup>41</sup>	0,0	(1,8)
Zisky z aktív programu	44,7	26,8
Zisky/(straty) zo záväzku	(102,1)	129,7
Straty vykázané vo výkaze ziskov a strát	0,7	2,5
<b>Konečné straty z precenenia zahrnuté v položke „Účty precenenia“</b>	<b>(205,1)</b>	<b>(148,4)</b>

## Základné predpoklady

Pri príprave ocenení uvedených v tejto poznámke poistní matematici vychádzali z predpokladov schválených Výkonnou radou na účely účtovania a vykazovania. Na výpočet záväzkov v rámci programu dôchodkového zabezpečenia boli použité tieto hlavné predpoklady:

<sup>40</sup> Rada guvernérov okrem toho rozhodla o zvýšení výšky odvodov zamestnancov ECB zo 6,7 % na 7,4 % základného platu.

<sup>41</sup> Pri zavedení jednotnej meny v Litve prispela Lietuvos bankas s účinnosťou od 1. januára 2015 k zostatkom na všetkých účtoch precenenia ECB. Nevyrovnané straty z precenenia zahrnuté do účtov precenenia k 31. decembru 2014 spôsobili pokles príspevkov Lietuvos bankas.

	2016 %	2015 %
Diskontná sadzba	2,00	2,50
Očakávané výnosy z aktív programu <sup>42</sup>	3,00	3,50
Všeobecný budúci nárast miezd <sup>43</sup>	2,00	2,00
Budúci nárast dôchodkov <sup>44</sup>	1,40	1,40

Dobrovoľné príspevky zamestnancov v rámci piliera so stanovenými odvodmi v roku 2016 predstavovali 133,2 mil. € (123,3 mil. € v roku 2015). Tieto príspevky sa investujú do aktív programu, zároveň však vytvárajú zodpovedajúci záväzok rovnakej hodnoty.

## 13 Rezervy

Túto položku tvorí najmä rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata.

Rezerva na krytie kurzových, úrokových a kreditných rizík a rizík súvisiacich so zmenami ceny zlata sa použije na krytie budúcich realizovaných a nerealizovaných strát, najmä strát z ocenenia prevyšujúcich príslušné účty precenenia, v rozsahu, ktorý Rada guvernérov uzná za potrebný. Výška a priebežná potreba tejto rezervy sa každoročne prehodnocuje podľa toho, ako ECB hodnotí svoju expozíciu týmto rizikám a po zohľadnení viacerých ďalších faktorov. Výška rezervy, spolu s prostriedkami vedenými vo všeobecnom rezervnom fonde, nesmie prekročiť hodnotu základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny.

K 31. decembru 2016 rezerva na kurzové, úrokové a kreditné riziká a riziká súvisiace so zmenami ceny zlata dosahovala výšku 7 619 884 851 € (rovnako ako v roku 2015). Táto suma zodpovedá hodnote základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny k tomuto dátumu.

## 14 Účty precenenia

Táto položka pozostáva najmä zo zostatkov z precenenia vyplývajúcich z nerealizovaných ziskov z aktív a pasív a podsúvahových nástrojov (časti „Účtovanie výnosov“, „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“, „Cenné papiere“ a „Podsúvahové nástroje“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Táto položka

<sup>42</sup> Tieto predpoklady boli použité na výpočet záväzku ECB zo stanovených dávok, ktorý je financovaný aktívami s kapitálovou garanciou.

<sup>43</sup> Zohľadnené sú tiež prípadné individuálne zvýšenia miezd do výšky 1,8 % ročne, v závislosti od veku účastníkov dôchodkového programu.

<sup>44</sup> V súlade s pravidlami dôchodkového programu ECB sa dôchodky každoročne zvyšujú. Ak je miera všeobecnej úpravy miezd zamestnancov ECB nižšia ako miera inflácie, zvýšenie dôchodkov bude zodpovedať všeobecnej úprave miezd. Ak je miera všeobecnej úpravy miezd vyššia ako miera inflácie, zvýšenie dôchodkov sa určí na základe všeobecnej úpravy miezd, za predpokladu, že finančná pozícia dôchodkových programov ECB takéto zvýšenie umožňuje.



zahŕňa aj precenenia čistého záväzku ECB zo stanovených dávok v súvislosti s dávkami vyplácanými po skončení pracovného pomeru (časť „Dôchodkové programy ECB, ostatné dávky po skončení pracovného pomeru a ostatné dlhodobé dávky“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámka 12.3 „Ostatné“).

	2016 €	2015 €	Zmena €
Zlato	13 926 380 231	11 900 595 095	2 025 785 136
Cudzie meny	14 149 471 665	12 272 562 352	1 876 909 313
Cenné papiere a iné nástroje	755 494 021	808 078 836	(52 584 815)
Čistý záväzok zo stanovených dávok v súvislosti s dávkami vyplácanými po skončení pracovného pomeru	(205 078 109)	(148 413 109)	(56 665 000)
<b>Spolu</b>	<b>28 626 267 808</b>	<b>24 832 823 174</b>	<b>3 793 444 634</b>

Nárast výšky účtov precenenia spôsobilo oslabenie eura voči cene zlata, americkému doláru a japonskému jenu v roku 2016.

Na koncoročné precenenie boli použité tieto výmenné kurzy:

Výmenné kurzy	2016	2015
USD/EUR	1,0541	1,0887
JPY/EUR	123,40	131,07
EUR/SDR	1,2746	1,2728
EUR/unca rýdzeho zlata	1 098,046	973,225

## 15 Základné imanie a rezervy

### 15.1 Základné imanie

Upísané základné imanie ECB predstavuje 10 825 007 069 €. Základné imanie splatené národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny a národnými centrálnymi bankami krajín nepatriacich do eurozóny je 7 740 076 935 €.

Národné centrálné banky krajín eurozóny plne splatili svoj podiel na upísanom základnom imaní, ktorý od 1. januára 2015 predstavuje 7 619 884 851 €, ako je uvedené v tabuľke.<sup>45</sup>

<sup>45</sup> Jednotlivé sumy sú zaokrúhlené na najbližšie celé euro. Súčty v tabuľkách tejto poznámky preto v dôsledku zaokrúhlenia nemusia súhlasiť.

	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. januára 2015 <sup>46</sup> %	Splatené základné imanie od 1. januára 2015 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1607	125 645 857
Bank of Greece	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389
<b>Spolu</b>	<b>70,3915</b>	<b>7 619 884 851</b>

Národné centrálné banky členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny musia splatiť 3,75 % z ich podielu na upísanom základnom imaní ECB ako príspevok na krytie prevádzkových nákladov ECB. Celkový príspevok ku koncu roka 2016 predstavoval 120 192 083 € (rovnako ako v roku 2015). Národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny nemajú nárok na podiel na rozdeliteľnom zisku ECB ani na výnosoch z pridelenia eurových bankoviek v rámci Eurosystemu, a zároveň nenesú zodpovednosť za vyrovnanie prípadných strát ECB.

Národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny splatili nasledujúce sumy:

<sup>46</sup> Podiely jednotlivých národných centrálnych bánk v kľúči na upisovanie základného imania ECB boli naposledy upravené 1. januára 2014. Dňa 1. januára 2015 sa však v dôsledku vstupu Litvy do eurozóny celkový podiel národných centrálnych bánk krajín eurozóny v kľúči na upisovanie základného imania ECB zvýšil, zatiaľ čo celkový podiel národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny sa znížil. V roku 2016 nedošlo k žiadnym zmenám.

	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. januára 2015 %	Splatené základné imanie od 1. januára 2015 €
Българска народна банка (Bulharská národná banka)	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124
Sveriges Riksbank	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148
<b>Spolu</b>	<b>29,6085</b>	<b>120 192 083</b>

## Podsúvahové nástroje

### 16 Programy požičiavania cenných papierov

V rámci správy vlastných zdrojov ECB uzavrela dohodu o programe požičiavania cenných papierov, na základe ktorej špecializovaná inštitúcia v mene ECB poskytuje pôžičky cenných papierov.

V súlade s rozhodnutiami Rady guvernérov okrem toho ECB umožnila požičiavanie svojich cenných papierov nadobudnutých v rámci prvého, druhého a tretieho programu nákupu krytých dlhopisov, ako aj cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív verejného sektora a cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi, ktoré sú zároveň akceptovateľné v rámci programu nákupu aktív verejného sektora.<sup>47</sup>

Ak ku koncu roka nezostáva žiadny neinvestovaný hotovostný kolaterál, príslušné pôžičky cenných papierov sa zaznamenávajú v podsúvahových účtoch.<sup>48</sup>

K 31. decembru 2016 dosahovali nevyrovnané pôžičky cenných papierov hodnotu 10,9 mld. € (4,5 mld. € v roku 2015). Z tejto sumy sa 3,9 mld. € (0,3 mld. € v roku 2015) vzťahovalo na pôžičky cenných papierov držaných na účely menovej politiky.

### 17 Úrokové futures

K 31. decembru 2016 boli nevyrovnané nasledujúce devízové transakcie, vykázané v koncoročných trhových cenách:

Úrokové futures v cudzej mene	2016 Hodnota transakcií €	2015 Hodnota transakcií €	Zmena €
Nákup	558 770 515	694 406 172	(135 635 657)
Predaj	2 258 798 975	690 554 100	1 568 244 875

Tieto transakcie sa uskutočnili v rámci správy devízových rezerv ECB.

### 18 Úrokové swapy

K 31. decembru 2016 predstavovala celková hodnota nevyrovnaných úrokových swapov v koncoročných trhových cenách 378,3 mil. € (274,5 mil. € v roku 2015). Tieto transakcie sa uskutočnili v rámci správy devízových rezerv ECB.

<sup>47</sup> V rámci programu nákupu aktív podnikového sektora ECB cenné papiere nenakupuje, preto nemá v držbe žiadne súvisiace aktíva, ktoré by boli v rámci programu požičiavania cenných papierov k dispozícii.

<sup>48</sup> Ak ku koncu roka zostáva neinvestovaný hotovostný kolaterál, tieto transakcie sa zaznamenávajú v súvahových účtoch (poznámka 8 „Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách“ a poznámka 10 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“).

## 19 Devízové swapové a forwardové transakcie

### Správa devízových rezerv

V rámci správy devízových rezerv ECB sa v roku 2016 uskutočnili devízové swapové a forwardové transakcie. K 31. decembru 2016 boli v spojitosti s týmito transakciami vykázané nasledujúce pohľadávky a záväzky (v koncoročných kurzoch):

Devízové swapové a forwardové transakcie	2016 €	2015 €	Zmena €
Pohľadávky	3 123 544 615	2 467 131 004	656 413 611
Záväzky	2 855 828 167	2 484 517 472	371 310 695

### Operácie na dodanie likvidity

Pohľadávky a záväzky denominované v amerických dolároch s dátumom vyrovnania v roku 2017 vznikli v súvislosti s poskytovaním likvidity v amerických dolároch zmluvným stranám Eurosystemu (poznámka 10 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“).

## 20 Správa prijímaných a poskytovaných úverov

ECB v roku 2016 naďalej niesla zodpovednosť za správu prijímaných a poskytovaných úverov EÚ v rámci strednodobej finančnej pomoci, Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu, Európskeho nástroja finančnej stability a Európskeho mechanizmu pre stabilitu, ako aj v rámci úverovej dohody s Gréckom. V roku 2016 ECB spracovávala platby súvisiace s týmito operáciami, ako aj úhrady členských podielov na upísanom schválenom základnom kapitále Európskeho mechanizmu pre stabilitu.

## 21 Podmienené záväzky z prebiehajúcich súdnych konaní

Proti ECB a ďalším inštitúciám EÚ boli podané štyri žaloby zo strany viacerých vkladateľov, akcionárov a majiteľov dlhopisov cyperských úverových inštitúcií. Navrhovatelia tvrdia, že v dôsledku krokov, ktoré podľa nich viedli k reštrukturalizácii týchto úverových inštitúcií v rámci programu finančnej pomoci pre Cyprus, utrpeli finančné straty. Všeobecný súd EÚ v roku 2014 vyhlásil dvanásť podobných prípadov za plne neprípustné. Voči ôsmim z týchto rozhodnutí bolo podané odvolanie a v roku 2016 Súdny dvor Európskej únie buď potvrdil ich neprípustnosť, alebo vo veci týchto odvolaní rozhodol v prospech ECB. Účasť ECB na procese vedúcom k uzavretiu programu finančnej pomoci bola obmedzená na poskytovanie technickej podpory v zmysle Zmluvy o založení Európskeho mechanizmu pre stabilitu v súčinnosti s Európskou komisiou a vydanie nezáväzného stanoviska

k návrhu cyperského zákona o riešení krízových situácií. Tieto žaloby by preto nemali ECB spôsobiť žiadne straty.

## Poznámky k výkazu ziskov a strát

### 22 Čisté úrokové výnosy

#### 22.1 Úrokové výnosy z devízových rezerv

Táto položka zahŕňa úrokové výnosy z čistých devízových rezerv ECB po odpočítaní úrokových nákladov:

	2016 €	2015 €	Zmena €
Úrokové výnosy z bežných účtov	1 499 288	552 459	946 829
Úrokové výnosy z vkladov na peňažnom trhu	18 095 835	6 306 443	11 789 392
Úrokové výnosy z dohôd o spätnom odkúpení/(náklady na dohody o spätnom odkúpení)	(34 017)	38 311	(72 328)
Úrokové výnosy z reverzných dohôd o spätnom odkúpení	12 745 338	2 920 201	9 825 137
Úrokové výnosy z cenných papierov	304 958 993	261 121 900	43 837 093
Úrokové výnosy z úrokových swapov/(náklady na úrokové swapy)	19 080	(861 355)	880 435
Úrokové výnosy z forwardových a swapových transakcií v cudzej mene	33 157 253	13 127 982	20 029 271
<b>Úrokové výnosy z devízových rezerv (čisté)</b>	<b>370 441 770</b>	<b>283 205 941</b>	<b>87 235 829</b>

Celkový nárast čistých úrokových výnosov v roku 2016 spôsobili predovšetkým vyššie úrokové výnosy z portfólia v amerických dolároch.

#### 22.2 Úrokové výnosy z pridelovania eurových bankoviek v rámci Euro systému

Táto položka pozostáva z úrokových výnosov z podielu ECB vo výške 8 % na celkovom objeme eurových bankoviek v obehu (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámka 5.1 „Pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Euro systému“). Napriek nárastu priemernej hodnoty bankoviek v obehu o 4,7 % sa výnosy v roku 2016 znížili, keďže priemerná sadzba hlavných refinančných operácií bola nižšia než v roku 2015 (0,01 % v roku 2016 oproti 0,05 % v roku 2015).

#### 22.3 Úročenie pohľadávok NCB z prevedených devízových rezerv

Túto položku tvorí úročenie pohľadávok národných centrálnych bánk krajín eurozóny z devízových rezerv prevedených do ECB (poznámka 11.1 „Záväzky z prevodu devízových rezerv“). Zníženie výnosov v roku 2016 je odrazom skutočnosti, že priemerná hlavná refinančná sadzba bola nižšia ako v roku 2015.

## 22.4 Ostatné úrokové výnosy a ostatné úrokové náklady<sup>49</sup>

V roku 2016 tieto položky zahŕňali najmä čisté úrokové výnosy vo výške 1,0 mld. € (0,9 mld. € v roku 2015) z cenných papierov, ktoré ECB nakúpila na účely menovej politiky. Z tejto sumy predstavovalo 0,5 mld. € (0,6 mld. € v roku 2015) čisté úrokové výnosy z cenných papierov nakúpených v rámci programu pre trhy s cennými papiermi a 0,4 mld. € (0,2 mld. € v roku 2015) predstavovali čisté úrokové výnosy z cenných papierov nakúpených v rámci programu nákupu aktív.

Zvyšná časť týchto položiek pozostávala najmä z úrokových výnosov a nákladov spojených s portfóliom vlastných zdrojov ECB (poznámka 6.2 „Ostatné finančné aktíva“) a rôznymi inými úročenými zostatkami.

## 23 Realizované zisky/straty z finančných operácií

Čisté realizované zisky z finančných operácií v roku 2016:

	2016 €	2015 €	Zmena €
Čisté realizované zisky	159 456 244	175 959 137	(16 502 893)
Čisté realizované zisky zo zmien výmenného kurzu a ceny zlata	65 085 498	38 474 593	26 610 905
<b>Čisté realizované zisky z finančných operácií</b>	<b>224 541 742</b>	<b>214 433 730</b>	<b>10 108 012</b>

Čisté realizované zisky zahŕňali realizované zisky a straty z cenných papierov, úrokových futures a úrokových swapov. Pokles čistých realizovaných ziskov v roku 2016 spôsobili najmä nižšie realizované zisky z portfólia cenných papierov v amerických dolároch.

Celkové zvýšenie čistých realizovaných ziskov zo zmien výmenných kurzov a ceny zlata bolo spôsobené predovšetkým záporným tokom SDR v súvislosti s obojstrannou dohodou s Medzinárodným menovým fondom (MMF) o kúpe a predaji SDR (poznámka 2.1 „Pohľadávky voči MMF“).

## 24 Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií

Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií v roku 2016:

<sup>49</sup> S účinnosťou od roku 2016 sa úrokové výnosy a úrokové náklady vyplývajúce z cenných papierov držaných na účely menovej politiky vykazujú v čistom vyjadrení buď ako „Ostatné úrokové výnosy“ alebo „Ostatné úrokové náklady“, podľa toho, či je čisté saldo kladné alebo záporné (časť „Reklasifikácie“ v poznámkach k účtovným pravidlám).



	2016 €	2015 €	Zmena €
Nerealizované straty z cenných papierov	(148 159 250)	(63 827 424)	(84 331 826)
Nerealizované straty z úrokových swapov	–	(223 892)	223 892
Nerealizované kurzové straty	(12 760)	(1 901)	(10 859)
<b>Celkové zníženie hodnoty</b>	<b>(148 172 010)</b>	<b>(64 053 217)</b>	<b>(84 118 793)</b>

Dôvodom výraznejšieho zníženia hodnoty v porovnaní s rokom 2015 boli predovšetkým vyššie trhové výnosy z cenných papierov v dolárovom portfóliu ECB, ako aj celkový pokles ich trhovej hodnoty.

## 25 Čisté výnosy z poplatkov a provízií/čisté náklady na poplatky a provízie

	2016 €	2015 €	Zmena €
Výnosy z poplatkov a provízií	382 191 051	277 324 169	104 866 882
Náklady na poplatky a provízie	(10 868 282)	(8 991 908)	(1 876 374)
<b>Čisté výnosy z poplatkov a provízií</b>	<b>371 322 769</b>	<b>268 332 261</b>	<b>102 990 508</b>

V roku 2016 výnosy v tejto položke predstavovali najmä poplatky za dohľad. Náklady predstavovali najmä poplatky za úschovu, ako aj provízie externým správcom aktív, ktorí uskutočňujú nákupy akceptovateľných cenných papierov krytých aktívami na základe priamych pokynov Eurosystemu, resp. v jeho mene.

### Výnosy a výdavky súvisiace s výkonom úloh dohľadu

V súlade s článkom 33 nariadenia Rady 1024/2013/EÚ z 15. októbra 2013 ECB prevzala v novembri 2014 úlohy v oblasti dohľadu. Na pokrytie výdavkov spojených s výkonom týchto úloh ECB dohliadaným subjektom účtuje ročný poplatok za dohľad. V apríli 2016 ECB oznámila, že objem ročných poplatkov za dohľad v roku 2016 dosiahne 404,5 mil. €. <sup>50</sup> Táto suma vychádza z odhadovaných ročných výdavkov za rok 2016 predstavujúcich 423,2 mil. € po zohľadnení i) prebytku poplatkov za dohľad účtovaných v roku 2015 vo výške 18,9 mil. €, ii) refundovaných súm v súvislosti so zmenami počtu alebo statusu dohliadaných subjektov <sup>51</sup> (0,3 mil. €) a iii) úroku za omeškanie účtovaného v roku 2015 vo výške 0,1 mil. €.

Na základe skutočných výdavkov ECB na výkon úloh spojených s bankovým dohľadom výnosy z poplatkov za dohľad za rok 2016 predstavovali 382,2 mil. €.

<sup>50</sup> Táto suma bola vyúčtovaná v októbri 2016 s dátumom splatnosti 18. novembra 2016.

<sup>51</sup> Podľa článku 7 nariadenia ECB o poplatkoch za dohľad (ECB/2014/41) dochádza v prípadoch, keď i) dohliadaný subjekt alebo dohliadaná skupina podliehajú dohľadu len počas časti poplatkového obdobia, alebo ii) sa zmení postavenie dohliadaného subjektu alebo dohliadanej skupiny z významného na menej významné alebo naopak, k úprave príslušného poplatku za dohľad. Prípadné prijaté či refundované sumy sa zohľadňujú pri výpočte celkovej výšky ročných poplatkov za dohľad v nasledujúcich rokoch.

	2016 €	2015 €	Zmena €
Poplatky za dohľad	382 151 355	277 086 997	105 064 358
z toho:			
<i>Poplatky pridelené významným subjektom alebo významným skupinám</i>	338 418 328	245 620 964	92 797 364
<i>Poplatky pridelené menej významným subjektom alebo menej významným skupinám</i>	43 733 027	31 466 033	12 266 994
<b>Celkové výnosy z úloh bankového dohľadu</b>	<b>382 151 355</b>	<b>277 086 997</b>	<b>105 064 358</b>

Prebytok 41,1 mil. € vzniknutý z rozdielu medzi odhadovanými výdavkami (423,2 mil. €) a skutočnými výdavkami (382,2 mil. €) za rok 2016 je vykázaný v položke „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“ (poznámka 12.2 „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“) a bude odpočítaný od poplatkov za dohľad za rok 2017.

ECB má okrem toho v prípade neplnenia záväzkov vyplývajúcich z jej nariadení a rozhodnutí právomoc ukladať podnikom pokuty a opakované sankcie. V roku 2016 žiadne takéto pokuty ani sankcie uložené neboli.

Výdavky spojené s jednotným mechanizmom dohľadu súvisia s výkonom priameho dohľadu nad významnými subjektmi, monitorovaním dohľadu nad menej významnými subjektmi a plnením horizontálnych úloh a špecializovaných služieb. Ich súčasťou sú tiež výdavky spojené s podpornými službami, ako je prevádzka priestorov, riadenie ľudských zdrojov, administratívne služby, rozpočet a kontroling, právne služby, interný audit, štatistické služby a služby IT, ktoré ECB potrebuje pri plnení úloh v oblasti dohľadu.

Výdavky ECB v tejto oblasti za rok 2016:

	2016 €	2015 €	Zmena €
Mzdy a dávky	180 655 666	141 262 893	39 392 773
Prenájom a údržba budov	58 103 644	25 513 220	32 590 424
Ostatné prevádzkové výdavky	143 392 045	110 310 884	33 081 161
<b>Celkové výdavky súvisiace s úlohami dohľadu</b>	<b>382 151 355</b>	<b>277 086 997</b>	<b>105 064 358</b>

Zvýšenie celkového počtu zamestnancov bankového dohľadu ECB, presťahovanie do nových priestorov a zabezpečenie štatistickej a informačnej infraštruktúry na výkon úloh dohľadu prispeli k zvýšeniu celkových výdavkov jednotného mechanizmu dohľadu za rok 2016.

## 26 Výnosy z akcií a podielových účastí

V tejto položke sú uvedené dividendy z akcií ECB v Banke pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) (poznámka 6.2 „Ostatné finančné aktíva“).

## 27 Ostatné výnosy

Rôzne ostatné výnosy v priebehu roka 2016 pochádzajú najmä z časovo rozlíšených príspevkov národných centrálnych bánk krajín eurozóny na krytie nákladov ECB súvisiacich so spoločnými projektmi Eurosystemu.

## 28 Personálne náklady

Vyšší priemerný počet zamestnancov ECB v roku 2016 viedol k celkovému nárastu personálnych nákladov. Tento nárast bol čiastočne vykompenzovaný poklesom čistých nákladov spojených s dávkami po skončení pracovného pomeru a inými dlhodobými dávkami.

Táto položka zahŕňa platy, prídavky, náklady na poistenie zamestnancov a rôzne ďalšie náklady vo výške 349,5 mil. € (306,4 mil. € v roku 2015). Jej súčasťou je aj suma 117,0 mil. € (134,4 mil. € v roku 2015) vykázaná v spojitosti s dôchodkovými programami ECB, ostatnými dávkami po skončení pracovného pomeru a ostatnými dlhodobými dávkami (poznámka 12.3 „Ostatné“).

Systém platov a prídavkov vrátane funkčných požitkov vrcholového manažmentu v zásade vychádza zo systému odmeňovania inštitúcií Európskej únie a je s ním porovnateľný.

Členovia Výkonnej rady a členovia Rady pre dohľad, ktorí sú zamestnancami ECB, poberajú základný plat, zatiaľ čo nestáli členovia Rady pre dohľad zamestnaní v ECB poberajú dodatočné odmeny podľa počtu zasadnutí, na ktorých sa zúčastnili. Členovia Výkonnej rady a stáli členovia Rady pre dohľad zamestnaní v ECB poberajú aj prídavky na bývanie a reprezentáciu. Prezident ECB má namiesto prídavku na bývanie k dispozícii oficiálnu rezidenciu vo vlastníctve ECB. Podľa podmienok zamestnávania zamestnancov Európskej centrálnej banky majú členovia oboch rád v závislosti od svojho stavu nárok na príspevok na domácnosť, detské prídavky a školné. Plat podlieha zdaneniu v prospech Európskej únie, ako aj zrážkam odvodov na dôchodkové, zdravotné a úrazové poistenie. Prídavky sú nezdaniteľné a nezapočítavajú sa do nároku na dôchodok.

Členom Výkonnej rady a členom Rady pre dohľad zamestnaným v ECB (t. j. okrem zástupcov vnútroštátnych orgánov dohľadu) bol v roku 2016 vyplatený základný plat v nasledujúcej výške:<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Uvedené sumy sú v hrubom vyjadrení, t. j. pred zdanením v prospech Európskej únie.

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (prezident)	389 760	385 860
Vitor Constâncio (viceprezident)	334 080	330 744
Peter Praet (člen rady)	277 896	275 604
Benoît Cœuré (člen rady)	277 896	275 604
Yves Mersch (člen rady)	277 896	275 604
Sabine Lautenschlägerová (členka rady)	277 896	275 604
<b>Výkonná rada spolu</b>	<b>1 835 424</b>	<b>1 819 020</b>
<b>Rada pre dohľad SSM (členovia, ktorí sú zamestnancami ECB) spolu</b> <sup>53</sup>	<b>631 254</b>	<b>635 385</b>
<i>z toho:</i>		
<i>Danièle Nouyová (predsedníčka Rady pre dohľad)</i>	277 896	275 604
<b>Spolu</b>	<b>2 466 678</b>	<b>2 454 405</b>

Nestálym členom Rady pre dohľad boli vyplatené dodatočné odmeny vo výške 343 341 € (352 256 € v roku 2015).

Celkový objem prídavkov vyplatených členom oboch rád a odvodov ECB na ich zdravotné a úrazové poistenie dosiahol 807 475 € (625 021 € v roku 2015). V decembri 2015 Rada guvernérov rozhodla, že zamestnancom a členom Rady, ktorí nesú náklady na súkromné zdravotné poistenie v plnej výške, bude ECB vyplácať sumu vo výške príspevku, ktorý by hradila, ak by tieto osoby boli účastníkmi zdravotného poistenia ECB. Súčasťou uvedeného pravidla je aj retroaktívna klauzula, ktorá sa týka odvodov zdravotného poistenia od 1. januára 2013. V dôsledku tejto klauzuly by mali byť prídavky v roku 2017 nižšie ako v roku 2016.

Bývalým členom Výkonnej rady a Rady pre dohľad sa po určitú dobu po ich odchode z funkcie môžu vyplácať prechodné platby. V roku 2016 sa takéto platby nevyplácali. Dôchodky a súvisiace príspevky vyplácané bývalým členom rady alebo ich závislým osobám a odvody na zdravotné a úrazové poistenie dosiahli 834 668 € (783 113 € v roku 2015).

Celkový počet zamestnancov ECB vyjadrený ako ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok na konci roka 2016 dosiahol 3 171 osôb<sup>54</sup> (z toho 320 v riadiacich funkciách). Zmeny počtu zamestnancov počas roka 2016 sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

<sup>53</sup> Okrem Sabine Lautenschlägerovej, ktorej plat je vykázany spolu s platmi ostatných členov Výkonnej rady.

<sup>54</sup> Bez zamestnancov na neplatennej dovolenke. Do uvedeného počtu zamestnancov sú zahrnutí zamestnanci s pracovnou zmlouvou na dobu neurčitú, určitú, s krátkodobou zmlouvou a účastníci absolventského programu ECB, ako aj zamestnanci na materskej dovolenke a dlhodobu práceneschopní.

	2016	2015
Celkový počet zamestnancov k 1. januáru (okrem nových zamestnancov začínajúcich 1. januára)	2 871	2 577
Noví zamestnanci/zmena pracovného pomeru	725	648
Výpoveď/vypršanie pracovného pomeru	(380)	(299)
Čistý nárast/(pokles) v dôsledku zmien čiastočných úväzkov	(45)	(55)
<b>Celkový počet zamestnancov k 31. decembru</b>	<b>3 171</b>	<b>2 871</b>
<b>Priemerný počet zamestnancov</b>	<b>3 007</b>	<b>2 722</b>

## 29 Administratívne náklady

Táto položka zahŕňa všetky ostatné bežné náklady spojené s prenájmom a údržbou prevádzkových priestorov, nákupom tovaru a materiálu spotrebnej povahy, honorármi a ďalšími službami a dodávkami, ako aj náklady spojené s náborm, sťahovaním, uvedením do funkcie a školením zamestnancov a ich presťahovaním po skončení pracovného pomeru.

## 30 Služby súvisiace s výrobou bankoviek

Tieto náklady sú spojené najmä s nákladmi na cezhraničnú prepravu eurových bankoviek medzi tlačiarňami bankoviek a národnými centrálnymi bankami a nákladmi na dodanie nových bankoviek do národných centrálnych bánk a medzi nimi v prípade nedostatočných zásob bankoviek. Tieto náklady nesie centrálna ECB.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

8 February 2017

## Independent auditor's report

### *Opinion*

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2016, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2016 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35).

### *Basis for Opinion*

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### *Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35).

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

### *Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements*

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger  
Certified Public Accountant

*Na tejto strane ECB poskytuje neoficiálny preklad správy externého audítora ECB. V prípade rozdielov medzi jazykovými verziami platí anglická verzia s podpisom EY.*

Prezident a Rada guvernérov  
Európskej centrálnej banky  
Frankfurt nad Mohanom

8. februára 2017

Správa nezávislého audítora

#### *Stanovisko*

Vykonalí sme audit finančných výkazov Európskej centrálnej banky, ktoré tvorí súvaha k 31. decembru 2016, výkaz ziskov a strát za rok končiaci sa k tomuto dátumu, prehľad hlavných účtovných pravidiel a ďalšie poznámky.

Podľa nášho názoru priložené finančné výkazy Európskej centrálnej banky pravdivo a verne vyjadrujú finančnú situáciu Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2016 a výsledok jej hospodárenia za rok končiaci sa k uvedenému dátumu v súlade so zásadami určenými Radou guvernérov, ktoré sú stanovené v rozhodnutí ECB (EÚ) 2016/2247 z 3. novembra 2016 o ročnej účtovnej závierke ECB (ECB/2016/35).

#### *Základ stanoviska*

Audit sme vykonalí v súlade s Medzinárodnými audítorskými štandardmi. Naše povinnosti podľa týchto štandardov sú podrobnejšie opísané v našej správe v časti Zodpovednosť audítora za audit finančných výkazov. Od Európskej centrálnej banky sme nezávislí v súlade s nemeckými etickými štandardmi, ktoré sa vzťahujú na náš audit finančných výkazov a ktoré sú v súlade s Etickým kódexom pre účtovných odborníkov vydaným Radou pre medzinárodné etické štandardy (kódexom IESBA), a v súlade s týmito požiadavkami si plníme aj naše ďalšie etické povinnosti. Sme presvedčení, že dôkazy získané v rámci vykonaného auditu sú dostatočným a primeraným základom na vyjadrenie nášho stanoviska.

#### *Zodpovednosť Výkonnej rady Európskej centrálnej banky a osôb poverených spravovaním za finančné výkazy*

Výkonná rada zodpovedá za prípravu a vernú prezentáciu finančných výkazov v súlade so zásadami určenými Radou guvernérov, ktoré sú stanovené v rozhodnutí ECB (EÚ) 2016/2247 z 3. novembra 2016 o ročnej účtovnej závierke ECB (ECB/2016/35), a za takú úroveň internej kontroly, akú Výkonná rada považuje za potrebnú na prípravu finančných výkazov bez významných nesprávností, či už v dôsledku podvodu alebo chyby.

V rámci prípravy finančných výkazov Výkonná rada zodpovedá za uplatnenie účtovnej zásady kontinuity vykazujúceho podniku v súlade s článkom 4 príslušného rozhodnutia (ECB/2016/35).

Osoby poverené spravovaním sú zodpovedné za monitorovanie procesu finančného vykazovania Európskej centrálnej banky.

#### *Zodpovednosť audítora za audit finančných výkazov*

Naším cieľom je získať primerané uistenie, že finančné výkazy ako celok neobsahujú významné nesprávnosti, či už v dôsledku podvodu alebo chyby, a vydať správu audítora, ktorá obsahuje naše stanovisko. Primerané uistenie predstavuje vysokú mieru uistenia, ktorá však nie je zárukou toho, že audit vykonaný v súlade s medzinárodnými audítorskými štandardmi zistí všetky prípadné významné nesprávnosti. Nesprávnosti môžu vzniknúť v dôsledku podvodu alebo chyby a za významné sa považujú vtedy, ak sa dá primerane očakávať, že by mohli jednotlivito či súhrne ovplyvniť ekonomické rozhodnutia používateľov prijímané na základe týchto finančných výkazov.

V rámci auditu v súlade s medzinárodnými audítorskými štandardmi uplatňujeme odborný úsudok a zachováme si profesionálny skepticizmus. Zároveň:

- Identifikujeme a posudzujeme riziká významných nesprávností vo finančných výkazoch, či už v dôsledku podvodu alebo chyby, navrhujeme a vykonávame audítorské postupy na odstránenie týchto rizík a získavame audítorské dôkazy, ktoré poskytujú dostatočný a primeraný základ na vydanie nášho stanoviska. Riziko nezistenia významnej nesprávnosti v dôsledku podvodu je vyššie ako v prípade významnej nesprávnosti v dôsledku chyby, keďže podvod môže zahŕňať nečestné praktiky, falšovanie, zámerné neposkytnutie informácií, skresľovanie alebo obchádzanie systému internej kontroly.
- Oboznamujeme sa so systémom internej kontroly relevantným z pohľadu auditu s cieľom navrhnúť postupy auditu tak, aby boli primerané okolnostiam. Účelom tohto postupu však nie je vyjadrenie názoru na účinnosť systému internej kontroly subjektu.

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman of the Board: WP/StB Georg Graf Waldersee - Board of Management: WP/StB Hubert Barth, Chairman  
WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer  
CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office : Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609



- Vyhodnocujeme vhodnosť použitých účtovných pravidiel a primeranosť účtovných odhadov a súvisiacich informácií poskytnutých manažmentom.
- Posudzujeme vhodnosť uplatňovania účtovnej zásady kontinuity vykazujúceho podniku zo strany manažmentu a na základe získaných audítorských dôkazov zvažujeme, či neexistuje významná neistota v súvislosti s udalosťami alebo okolnosťami, ktoré by mohli vyvolať závažnú pochybnosť o schopnosti subjektu nepretržite pokračovať v činnosti. Ak dospejeme k záveru, že existuje významná neistota, sme povinní upozorniť v našej správe audítora na súvisiace informácie zverejnené vo finančných výkazoch, alebo v prípade neadekvátnosti týchto informácií upraviť naše stanovisko. Naše závery vychádzajú z audítorských dôkazov získaných do dátumu našej správy audítora.
- Hodnotíme celkovú prezentáciu, štruktúru a obsah finančných výkazov vrátane zverejnených informácií a zvažujeme, či finančné výkazy predstavujú podkladové transakcie a udalosti spôsobom, ktorý zabezpečuje vernú prezentáciu.

S osobami poverenými spravovaním komunikujeme okrem iného o plánovanom rozsahu a načasovaní auditu a o významných zisteniach auditu vrátane prípadných významných nedostatkov systému internej kontroly zistených počas auditu.

Osobám povereným spravovaním zároveň poskytujeme vyhlásenie o tom, že sme splnili relevantné etické požiadavky týkajúce sa nezávislosti, a že ich budeme informovať o všetkých vzťahoch a ďalších skutočnostiach, ktoré by sa mohli opodstatnene považovať za ohrozenie našej nezávislosti a v relevantných prípadoch aj súvisiacich kontrolných mechanizmov.

S úctou,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger  
Certified Public Accountant

## Poznámka k rozdeleniu zisku/alokácii strát

*Táto poznámka nie je súčasťou finančných výkazov ECB za rok 2016.*

V zmysle článku 33 Štatútu ESCB sa čistý zisk ECB rozdeľuje v tomto poradí:

- a) suma, ktorú určí Rada guvernérov a ktorá nesmie prekročiť 20 % čistého zisku, sa prevedie do všeobecného rezervného fondu až do výšky 100 % základného imania,
- b) zostávajúci čistý zisk sa rozdelí medzi akcionárov ECB v pomere k ich splateným podielom.<sup>55</sup>

Ak ECB zaznamená stratu, môže ju vyrovnať zo svojho všeobecného rezervného fondu a v prípade potreby, na základe rozhodnutia Rady guvernérov, z menového príjmu za príslušný finančný rok v pomere a do výšky súm rozdelených národným centrálnym bankám krajín eurozóny podľa článku 32.5 Štatútu ESCB.<sup>56</sup>

Čistý zisk ECB v roku 2016 dosiahol 1 193,1 mil. €. Na základe rozhodnutia Rady guvernérov došlo 31. januára 2017 k predbežnému rozdeleniu zisku vo výške 966,2 mil. € národným centrálnym bankám krajín eurozóny. Rada guvernérov okrem toho rozhodla o rozdelení zostávajúceho zisku vo výške 226,9 mil. € národným centrálnym bankám krajín eurozóny.

	2016 €	2015 €
Zisk za bežný rok	1 193 108 250	1 081 790 763
Predbežné rozdelenie zisku	(966 234 559)	(812 134 494)
Zisk po predbežnom rozdelení zisku	226 873 691	269 656 269
Rozdelenie zostatku zisku	(226 873 691)	(269 656 269)
<b>Spolu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>55</sup> Národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny nemajú nárok na podiel na rozdeliteľnom zisku ECB a nenesú zodpovednosť za vyrovnanie prípadných strát ECB.

<sup>56</sup> Podľa článku 32.5 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.

# Konsolidovaná súvaha Eurosystemu k 31. decembru 2016<sup>1</sup>

(v mil. EUR)<sup>2</sup>

AKTÍVA	31. decembra 2016	31. decembra 2015
<b>1 Zlato a pohľadávky v zlate</b>	<b>382 061</b>	<b>338 713</b>
<b>2 Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>327 854</b>	<b>307 243</b>
2.1 Pohľadávky voči MMF	78 752	80 384
2.2 Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva	249 102	226 860
<b>3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>30 719</b>	<b>31 110</b>
<b>4 Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>19 082</b>	<b>20 242</b>
4.1 Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a úvery	19 082	20 242
4.2 Pohľadávky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
<b>5 Úvery v eurách poskytnuté úverovým inštitúciám eurozóny v operáciách menovej politiky</b>	<b>595 873</b>	<b>558 989</b>
5.1 Hlavné refinančné operácie	39 131	88 978
5.2 Dlhodobejšie refinančné operácie	556 570	469 543
5.3 Dolaďovacie reverzné operácie	0	0
5.4 Štrukturálne reverzné operácie	0	0
5.5 Jednodňové refinančné operácie	172	468
5.6 Pohľadávky z vyrovnania marže	0	0
<b>6 Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>69 104</b>	<b>107 864</b>
<b>7 Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách</b>	<b>1 974 899</b>	<b>1 161 004</b>
7.1 Cenné papiere držané na účely menovej politiky	1 654 026	803 135
7.2 Ostatné cenné papiere	320 873	357 869
<b>8 Pohľadávky voči verejnej správe v eurách</b>	<b>26 460</b>	<b>25 145</b>
<b>9 Ostatné aktíva</b>	<b>236 847</b>	<b>230 236</b>
<b>Aktíva spolu</b>	<b>3 662 901</b>	<b>2 780 546</b>

<sup>1</sup> Na základe predbežných neauditovaných údajov. Ročné účtovné závierky všetkých národných centrálnych bánk budú zostavené do konca mája 2017 a následne bude zverejnená konečná konsolidovaná ročná súvaha Eurosystemu.

<sup>2</sup> Prípadné rozdiely súčtov a medzisúčtov sú spôsobené zaokrúhľovaním.

<b>PASÍVA</b>	<b>31. decembra 2016</b>	<b>31. decembra 2015</b>
<b>1 Bankovky v obehu</b>	<b>1 126 216</b>	<b>1 083 539</b>
<b>2 Závazky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách z operácií menovej politiky</b>	<b>1 313 264</b>	<b>768 419</b>
2.1 Bežné účty (na krytie povinných minimálnych rezerv)	888 988	555 864
2.2 Jednodňové sterilizačné operácie	424 208	212 415
2.3 Termínované vklady	0	0
2.4 Dolaďovacie reverzné operácie	0	0
2.5 Závazky z vyrovnania marže	69	140
<b>3 Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>9 427</b>	<b>5 200</b>
<b>4 Vydané dlhové certifikáty</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>220 760</b>	<b>141 805</b>
5.1 Verejná správa	114 880	59 295
5.2 Ostatné pasíva	105 880	82 510
<b>6 Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>205 678</b>	<b>54 529</b>
<b>7 Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>3 644</b>	<b>2 803</b>
<b>8 Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>9 301</b>	<b>3 677</b>
8.1 Vklady, zostatky a ostatné záväzky	9 301	3 677
8.2 Závazky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
<b>9 Protipoložka zvláštnych práv čerpania MMF</b>	<b>59 263</b>	<b>59 179</b>
<b>10 Ostatné pasíva</b>	<b>221 402</b>	<b>217 492</b>
<b>11 Účty precenenia</b>	<b>394 418</b>	<b>345 703</b>
<b>12 Základné imanie a rezervy</b>	<b>99 527</b>	<b>98 199</b>
<b>Pasíva spolu</b>	<b>3 662 901</b>	<b>2 780 546</b>

## Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

## Further information

ECB statistics:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

## Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2017.

## Conventions used in the table

---

- data do not exist/data are not applicable	(p) provisional
. data are not yet available	s.a. seasonally adjusted
... nil or negligible	n.s.a. non-seasonally adjusted

# 1 Financial and monetary developments

## 1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: <sup>1)</sup>	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. <sup>5)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures <sup>1)</sup>

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

### 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations <sup>2), 3)</sup>

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate <sup>4)</sup>	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations <sup>5)</sup>								
2016 29 June <sup>6)</sup>	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. <sup>6)</sup>	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. <sup>6)</sup>	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. <sup>7)</sup>	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

### 1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate <sup>2)</sup>		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.3 Long-term government bond yields

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
<b>Euro area</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
<b>European Union</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

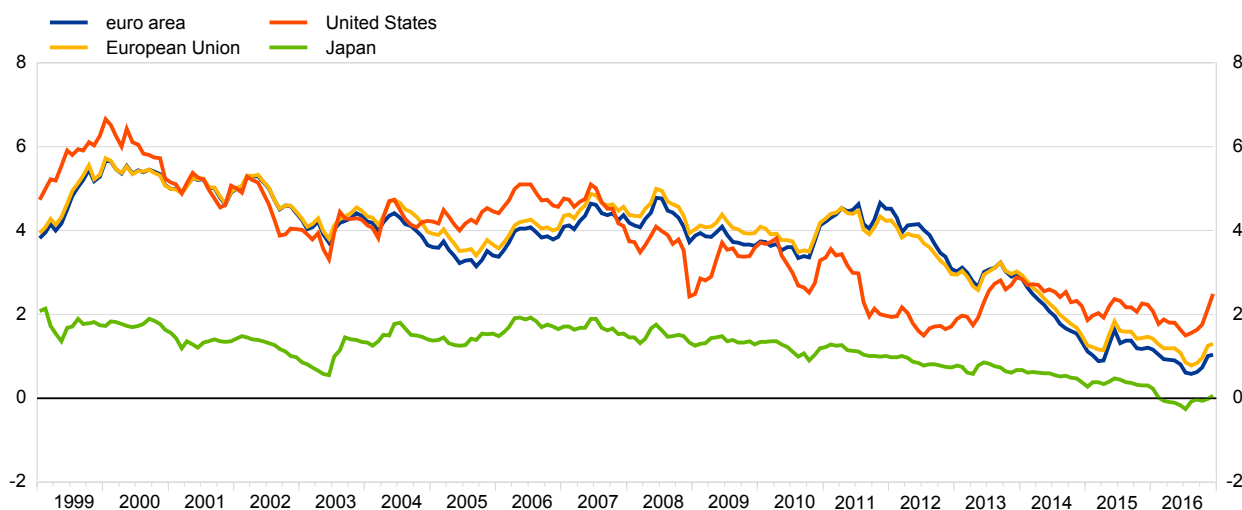
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

2) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields <sup>1)</sup>

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.



# 1 Financial and monetary developments

## 1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

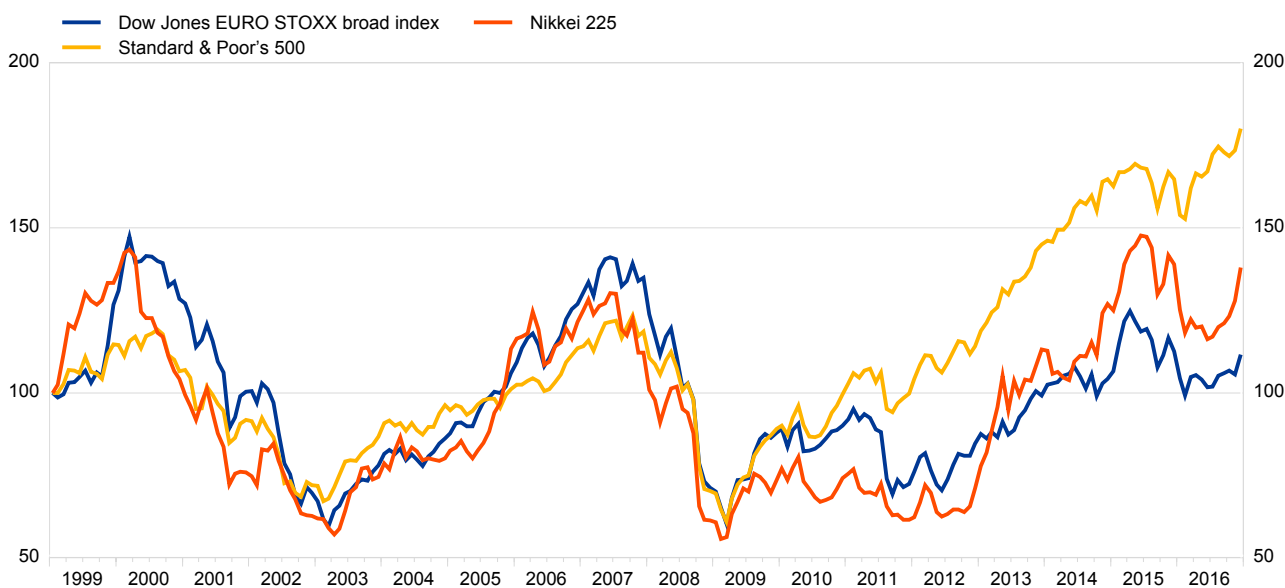
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

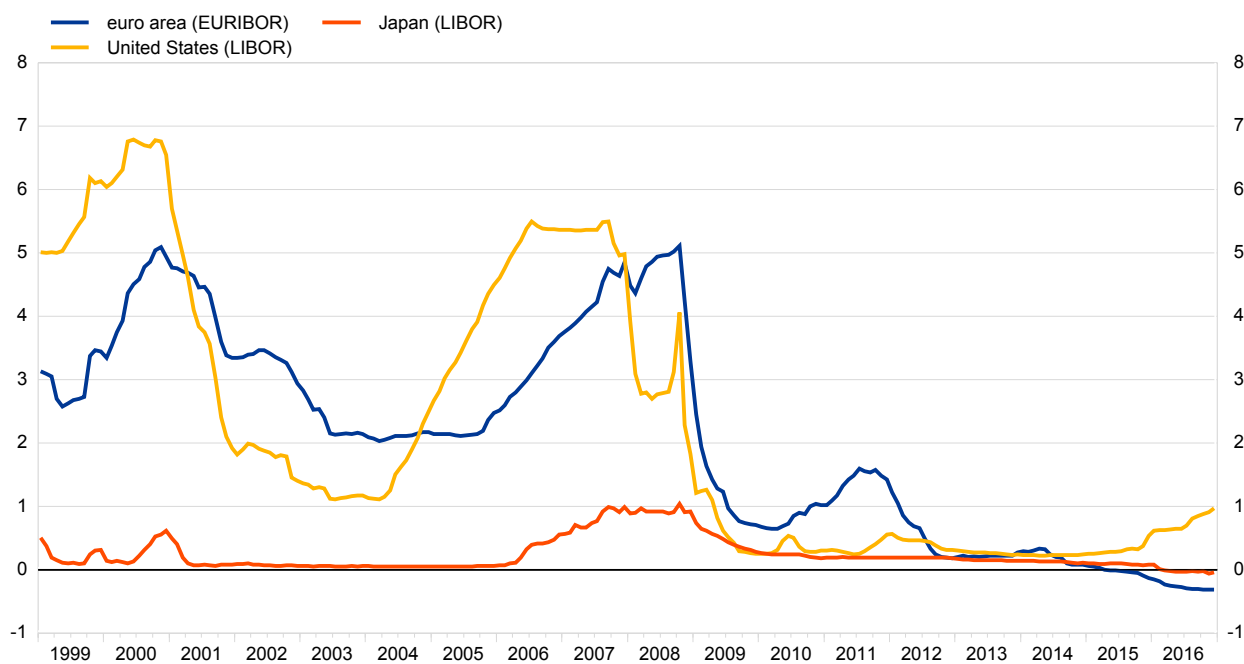
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

### Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

### 1.6.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.6.2 Households for house purchase <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

### 1.7.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area <sup>(2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.7.2 Households <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area <sup>(2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

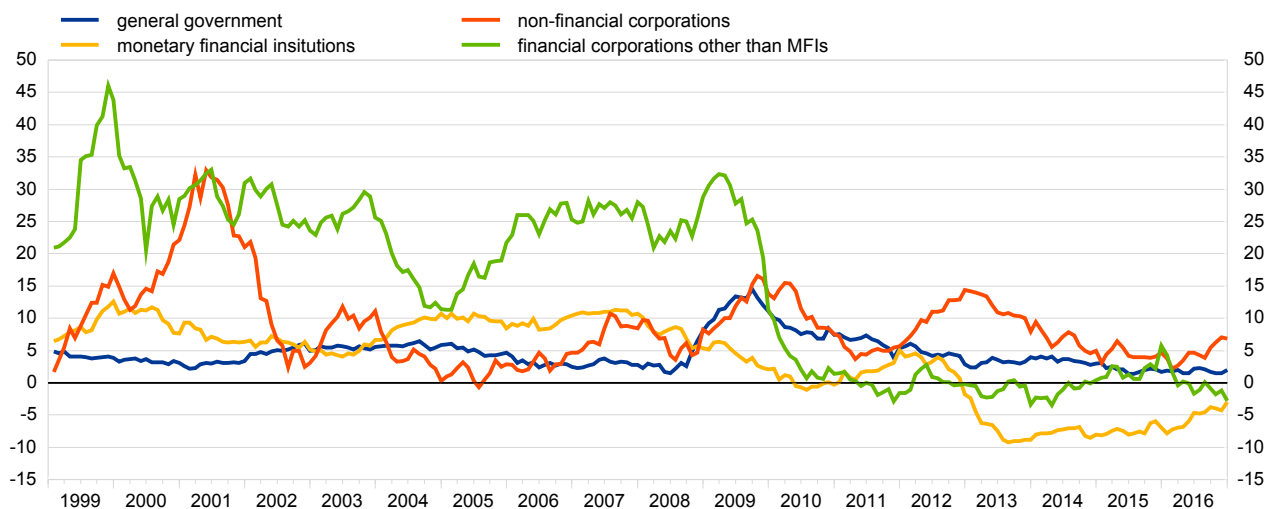
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.9 Listed shares issued by euro area residents

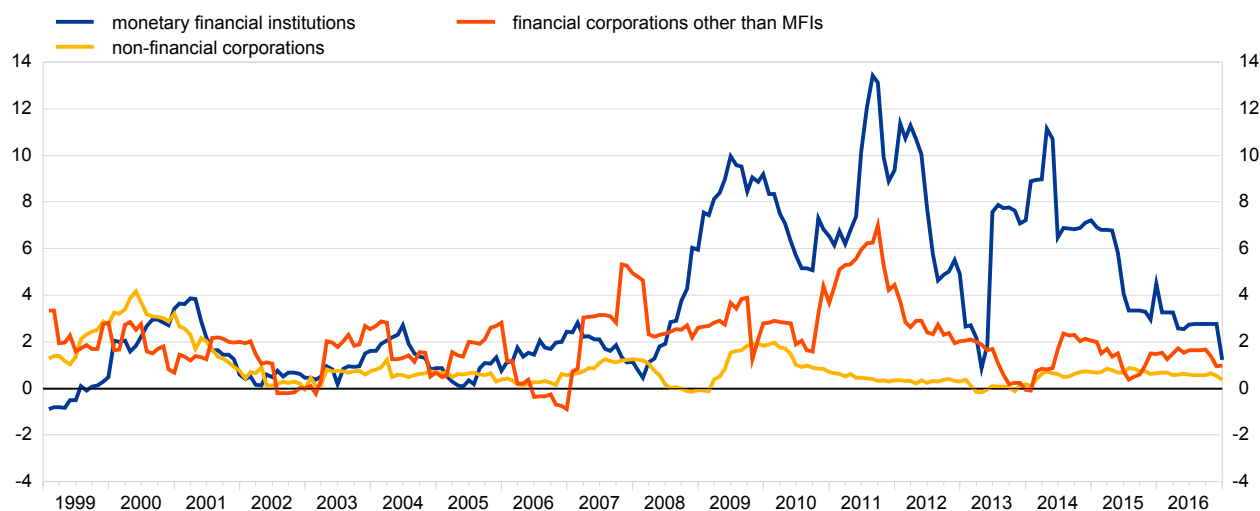
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>

Source: ECB.

### Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.10 Monetary aggregates, components and counterparts <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>Components of M3</b>							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
<b>Counterparts of M3 <sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans <sup>4)</sup>	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

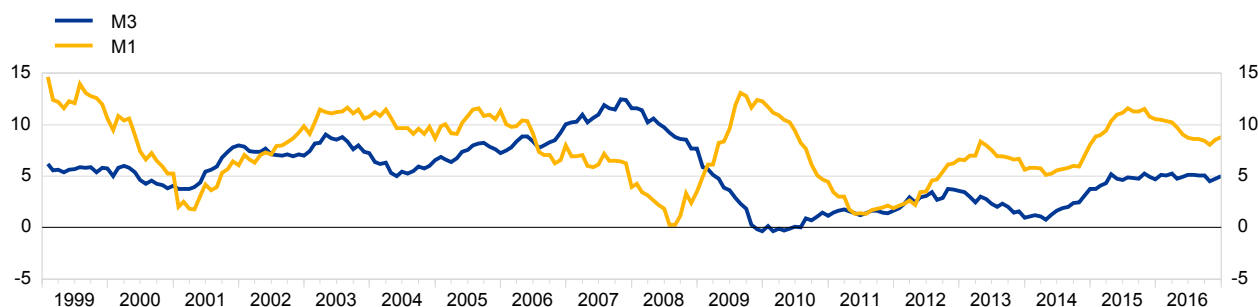
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.10 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.11 MFI loans to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

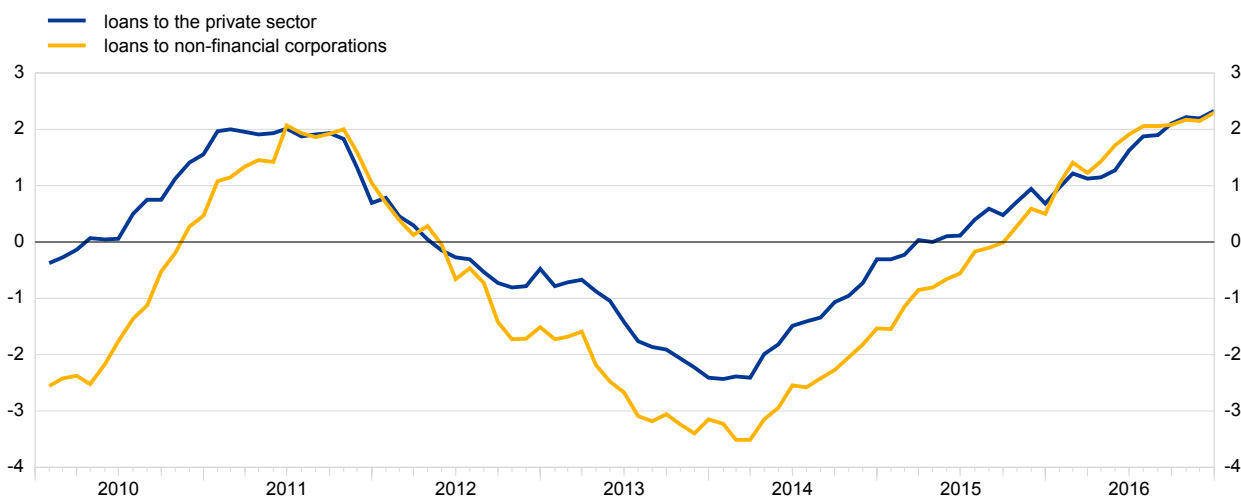
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
<b>Euro area</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.



# 1 Financial and monetary developments

## 1.12 MFI loans to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

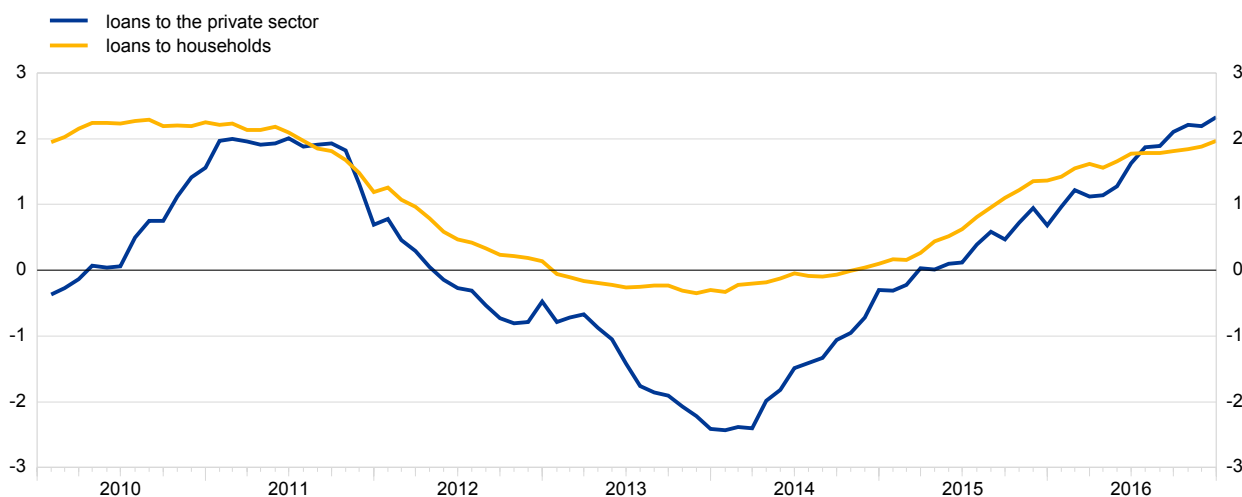
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
Euro area	0.9	2.2	1.2	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

Source: ECB.

<sup>1)</sup> Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

<sup>1)</sup> Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

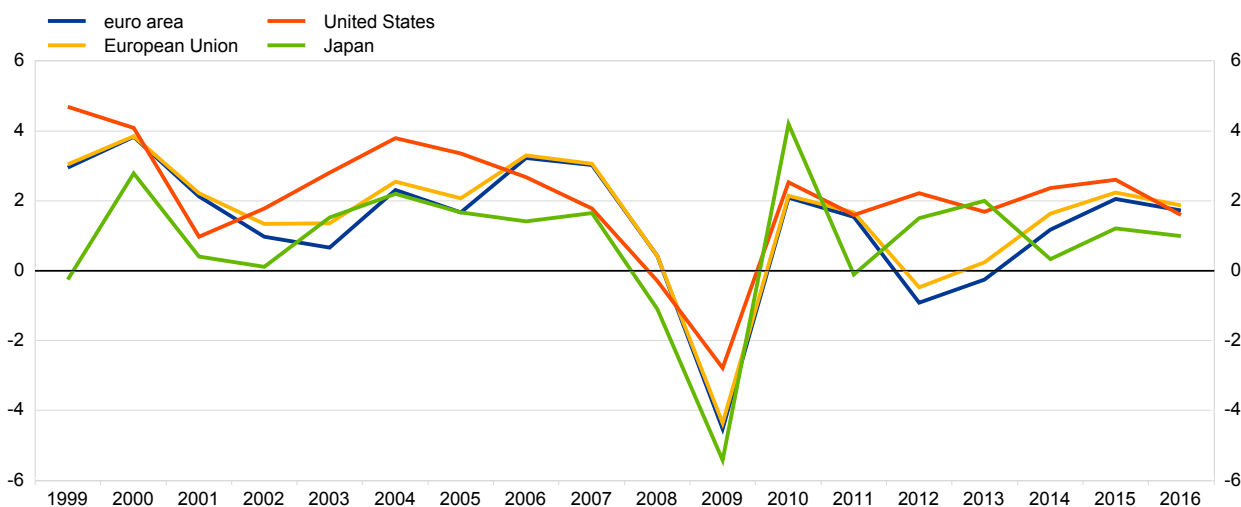
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
Euro area	1.1	1.8	0.3	-0.6	0.8	1.8	2.0
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
European Union	1.5	2.2	0.5	-0.1	1.2	2.1	2.3
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

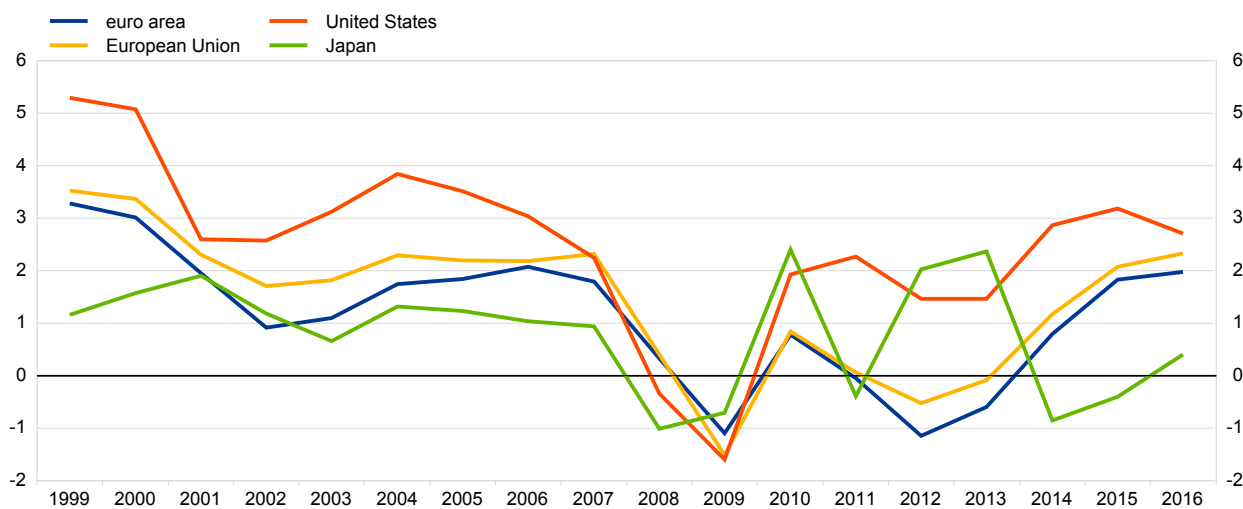
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
Euro area	1.5	2.0	0.8	0.3	0.6	1.3	1.8
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
European Union	1.6	2.1	0.9	0.4	1.0	1.4	1.7
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

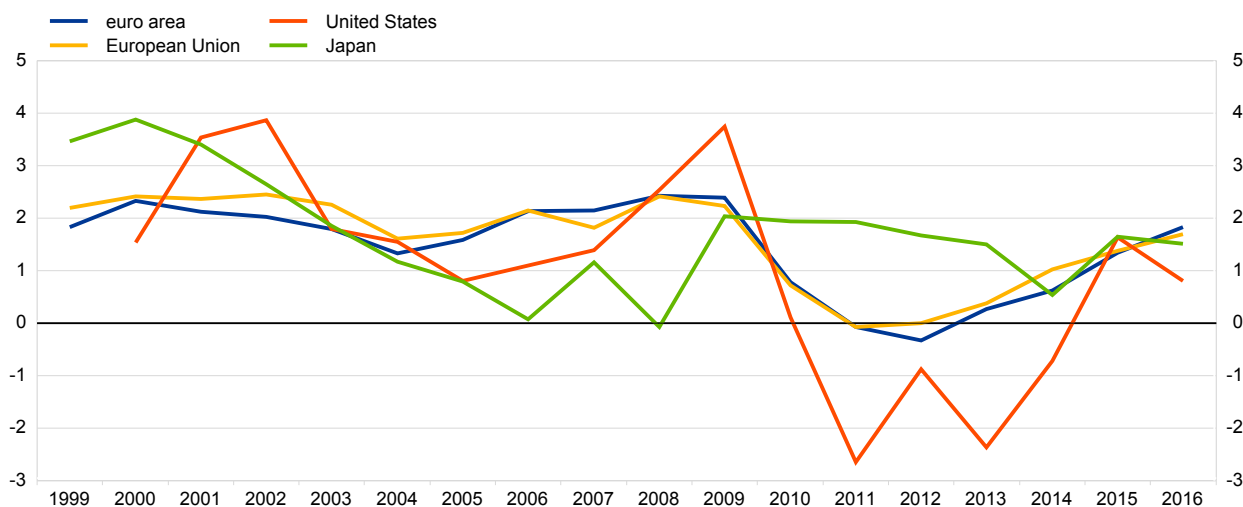
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
<b>Euro area</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
<b>European Union</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

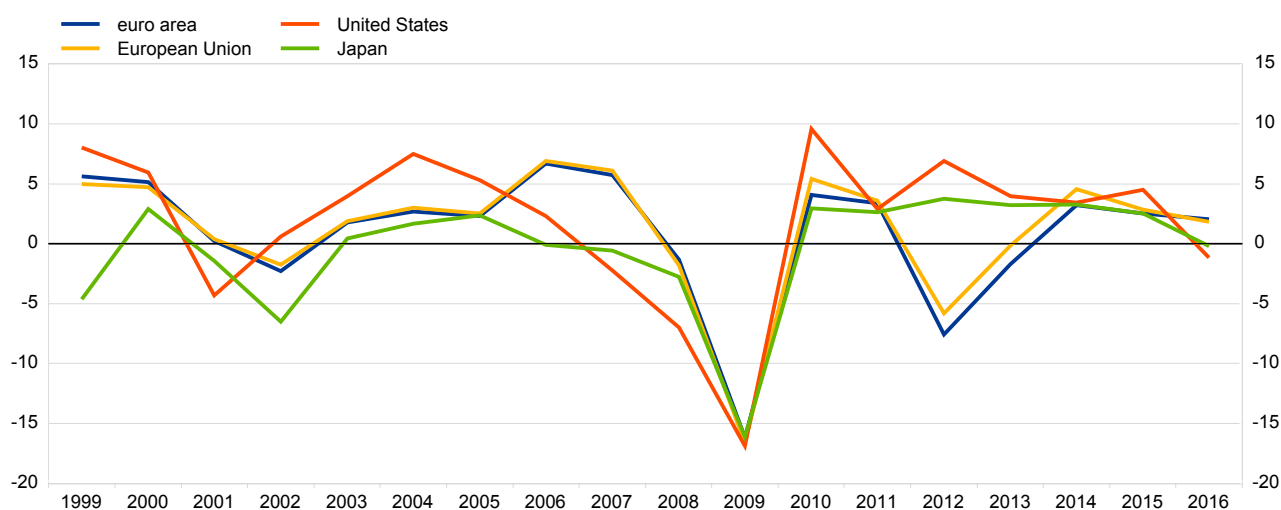
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
Euro area	4.3	5.5	2.8	2.1	4.4	6.5	2.9
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
European Union	4.4	5.6	2.8	2.2	4.4	6.4	3.0
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

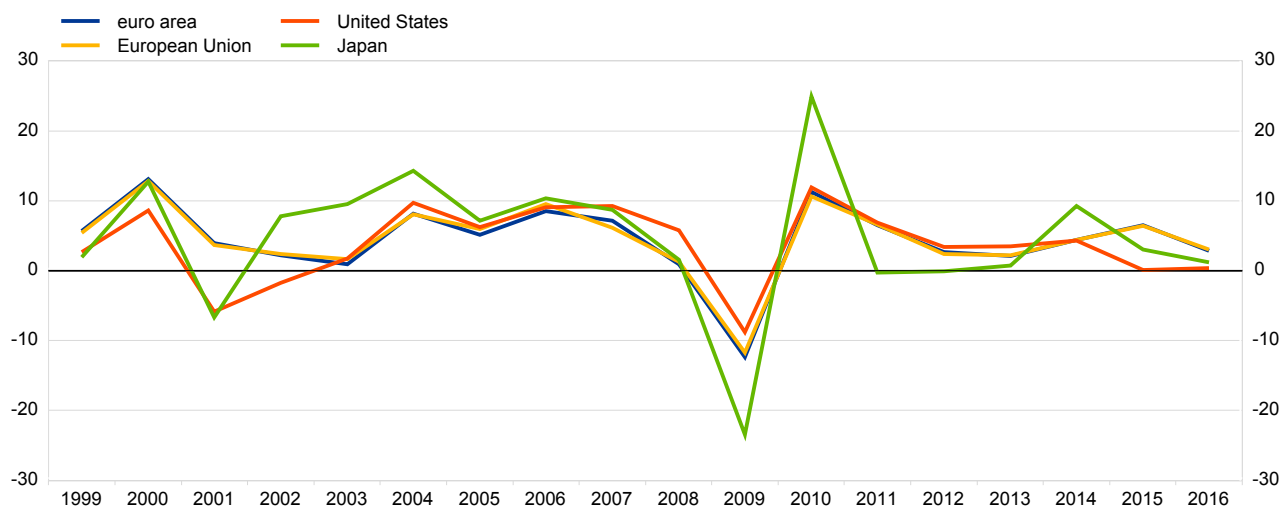
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
<b>Euro area</b>	<b>4.0</b>	<b>5.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>4.9</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
<b>European Union</b>	<b>4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>3.6</b>
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

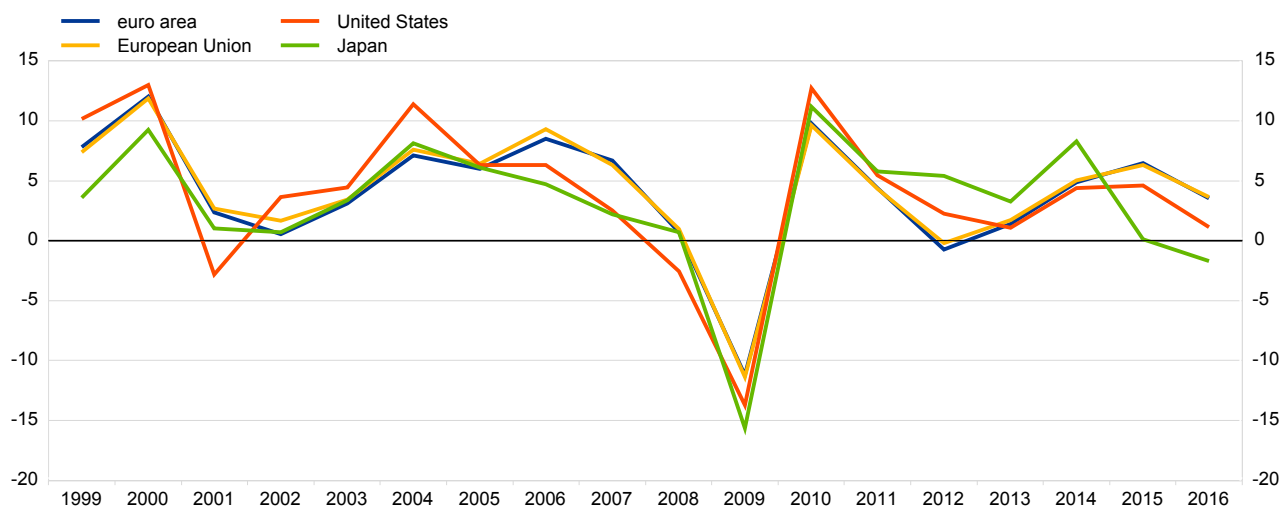
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2016 <sup>1)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
<b>Euro area</b>	<b>8,933.4</b>	<b>8,107.3</b>	<b>9,966.1</b>	<b>9,932.1</b>	<b>10,135.2</b>	<b>10,459.6</b>	<b>10,733.2</b>
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
<b>European Union</b>	<b>12,193.9</b>	<b>11,064.0</b>	<b>13,606.3</b>	<b>13,558.6</b>	<b>14,002.6</b>	<b>14,714.0</b>	<b>14,819.6</b>
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.



## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

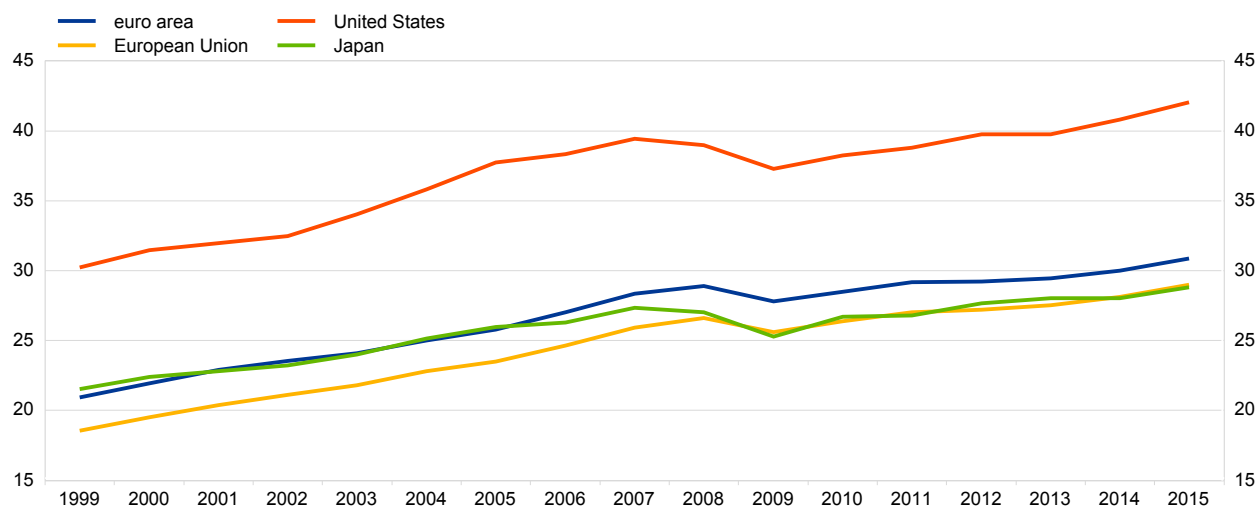
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

### Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

## 2 Economic activity

### 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
Euro area	0.7	1.3	-0.1	-0.6	0.6	1.0	1.3
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
European Union	0.6	1.0	0.0	-0.3	1.0	1.1	1.2
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

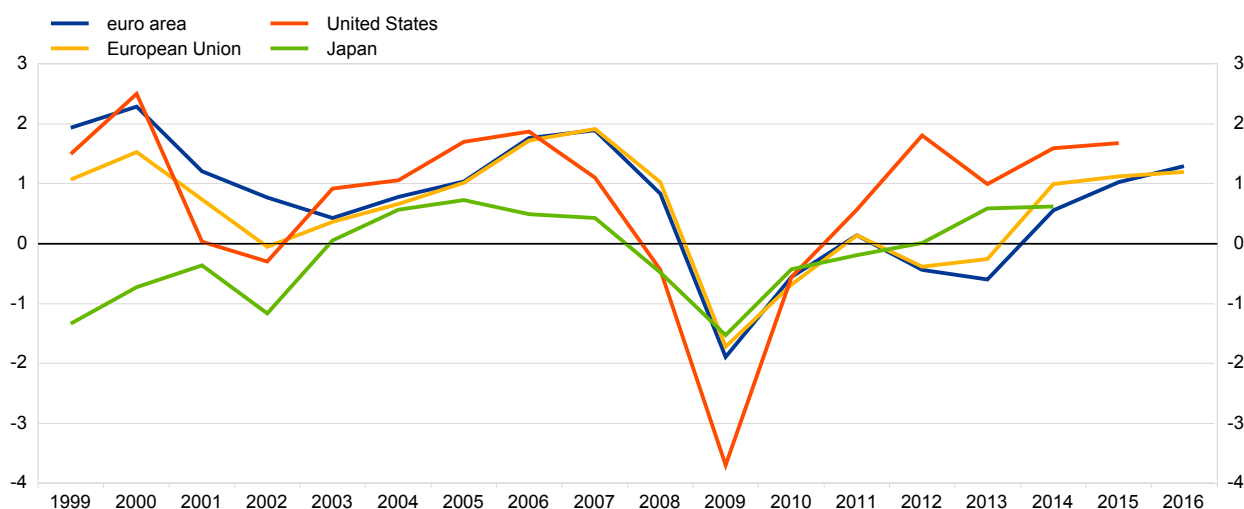
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
<b>Euro area</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
<b>European Union</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

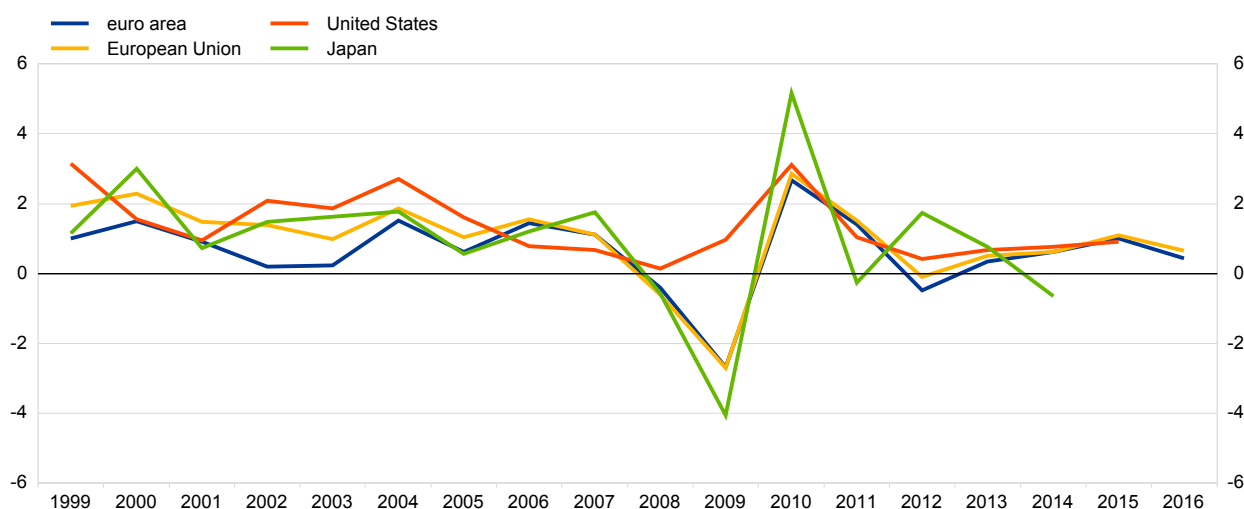
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

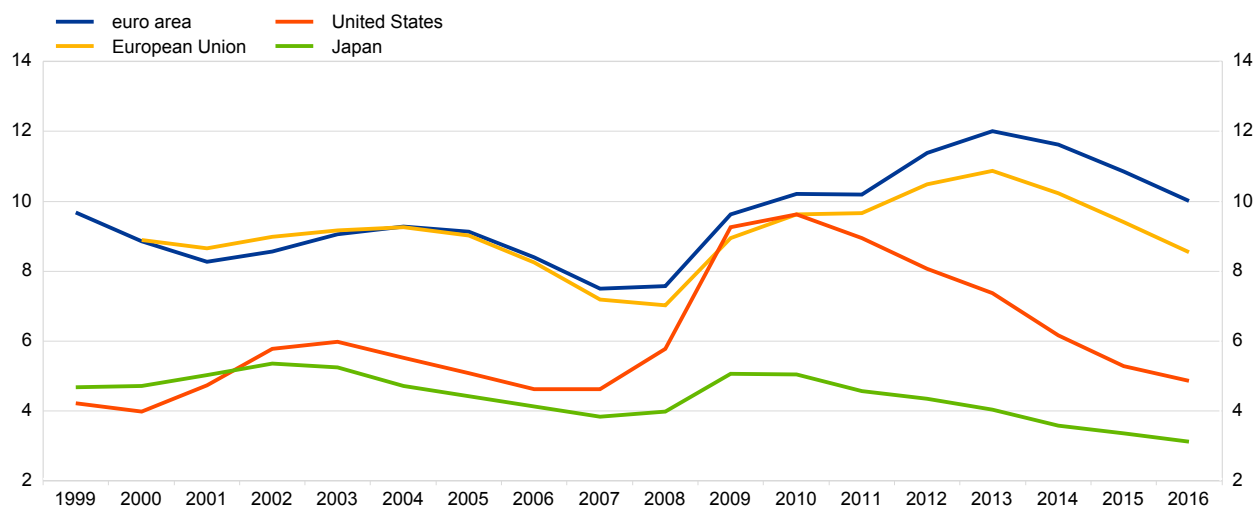
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
<b>Euro area</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>10.9</b>	<b>10.0</b>
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
<b>European Union</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

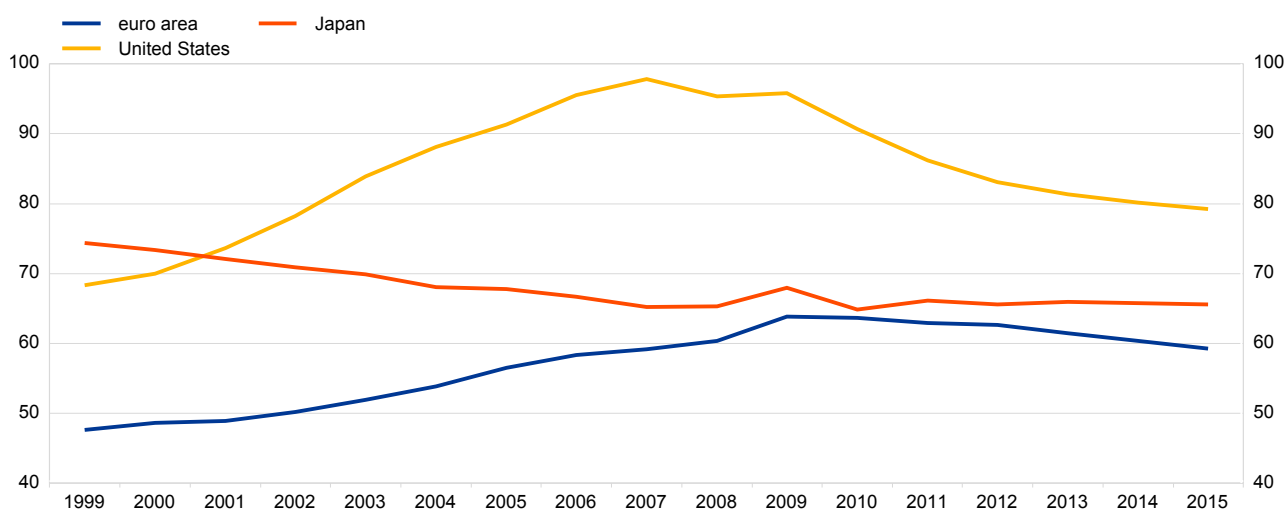
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
<b>Euro area</b>	<b>57.0</b>	<b>53.5</b>	<b>62.0</b>	<b>62.7</b>	<b>61.5</b>	<b>60.4</b>	<b>59.3</b>
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income<sup>1)</sup>)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
<b>Euro area</b>	<b>13.3</b>	<b>13.6</b>	<b>12.9</b>	<b>12.3</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.3</b>
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
<b>European Union</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>10.6</b>	<b>10.3</b>
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

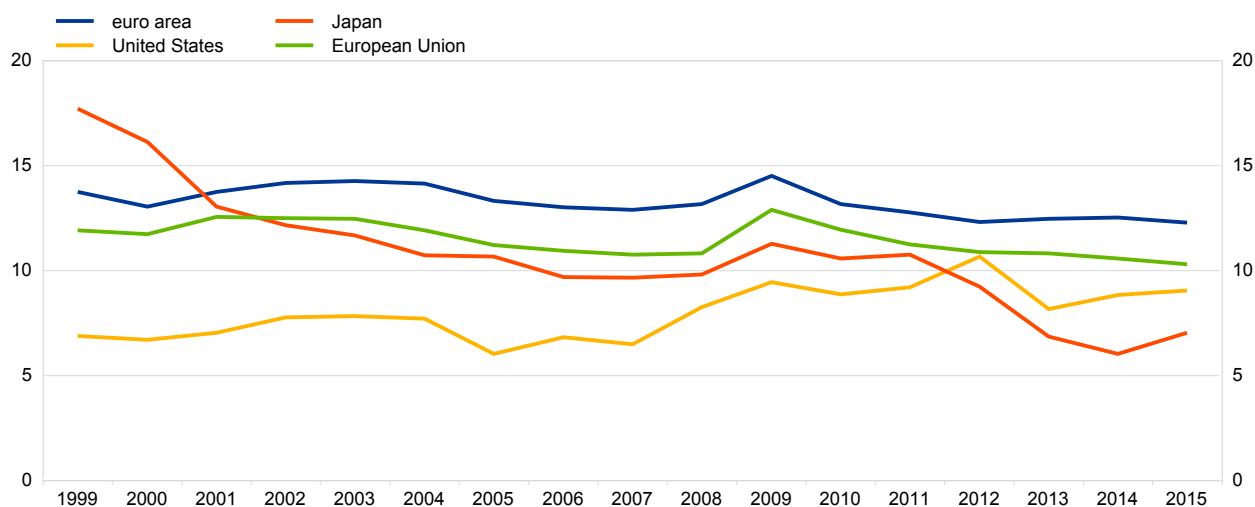
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Ireland and Poland available since 1999; for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

### Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.14 Non-financial corporations' debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
<b>Euro area</b>	<b>100.2</b>	<b>95.2</b>	<b>106.5</b>	<b>107.0</b>	<b>104.4</b>	<b>106.4</b>	<b>108.3</b>
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States <sup>3)</sup>	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan <sup>4)</sup>	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

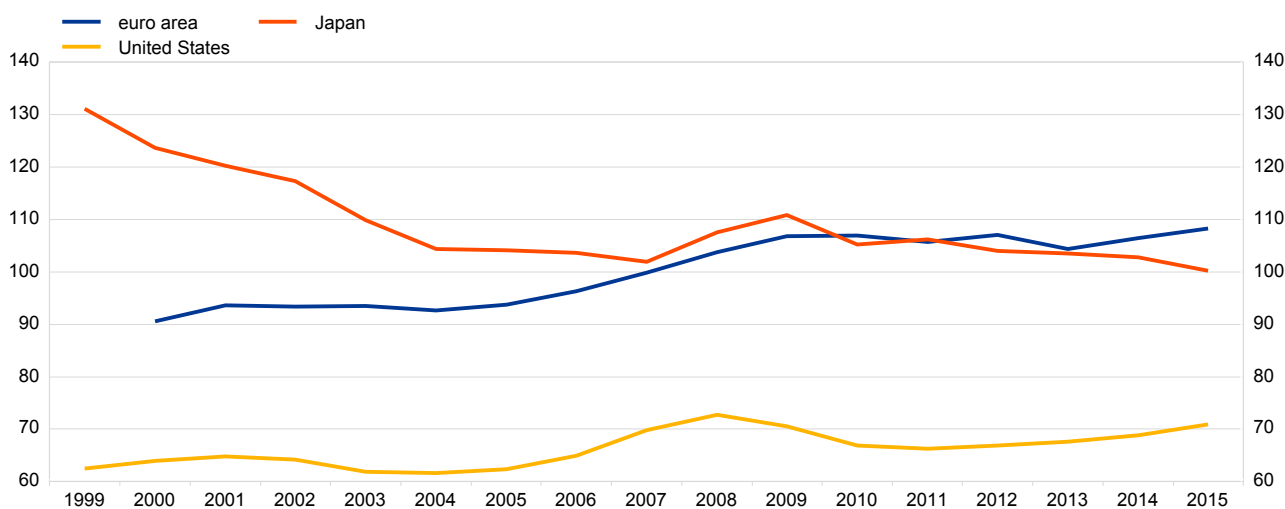
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include pension scheme liabilities.

### Chart 2.14 Non-financial corporations' debt

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 3 Prices and costs

### 3.1 HICP

(annual percentage changes)

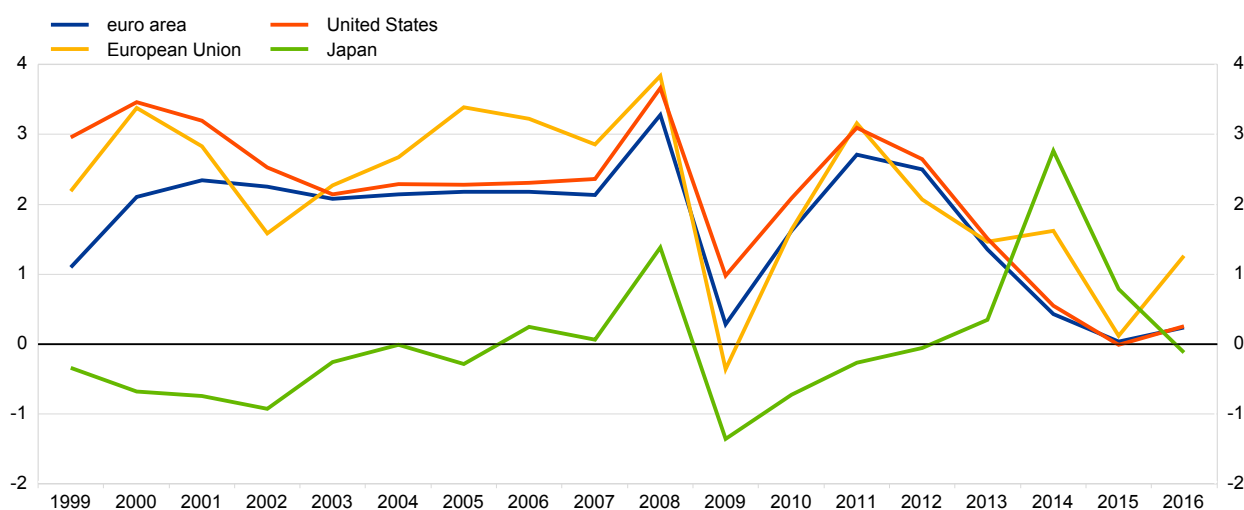
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
<b>European Union</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP 1)

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.



## 3 Prices and costs

### 3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

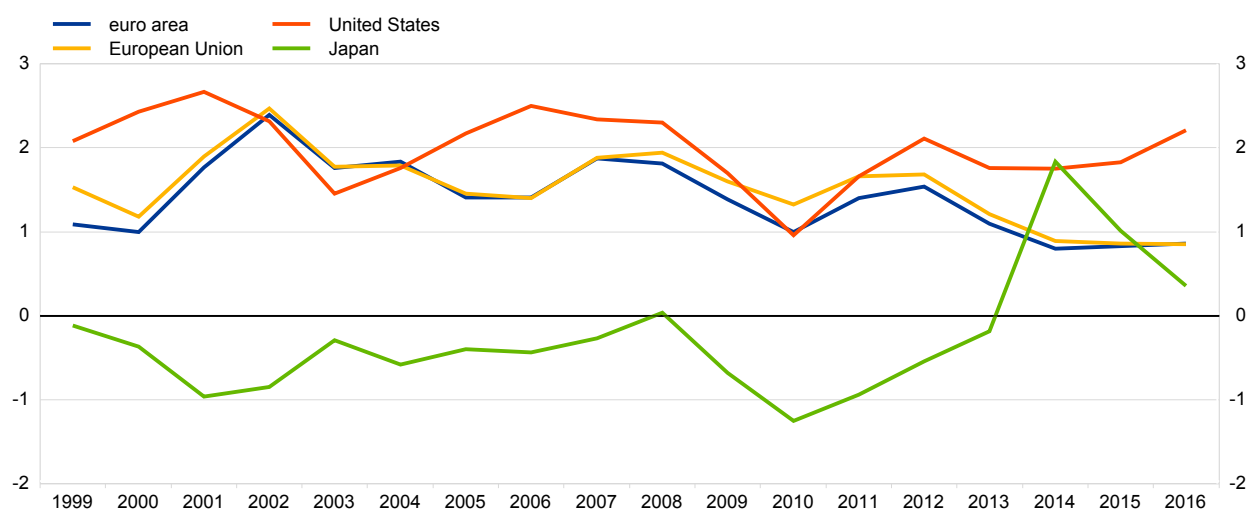
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
United States <sup>2)</sup>	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan <sup>2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy<sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

### 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

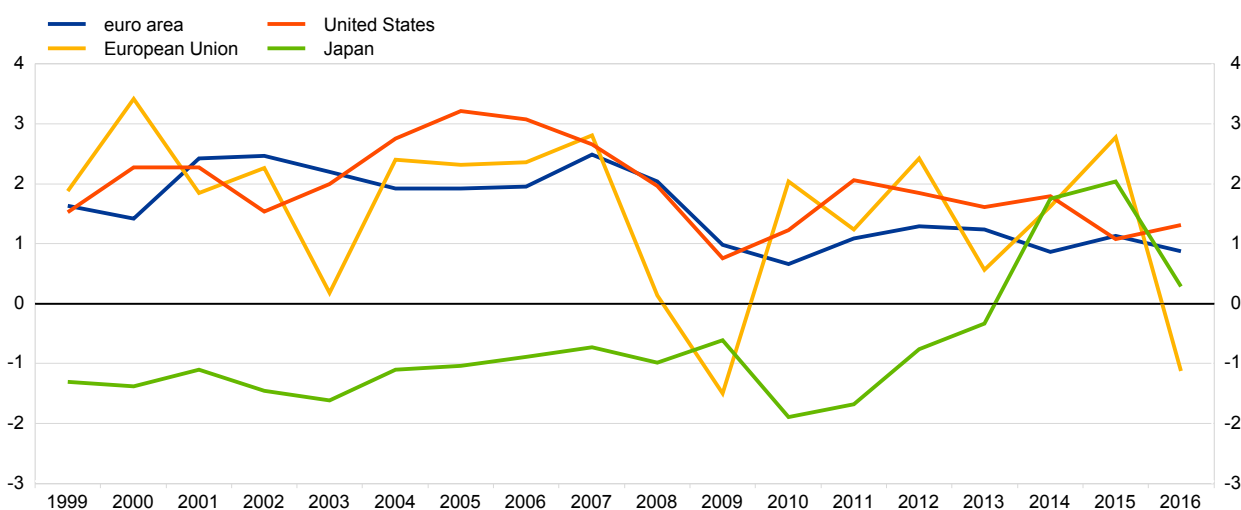
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.4 Industrial producer prices (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.3</b>
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
<b>European Union</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.0</b>
United States <sup>2)</sup>	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan <sup>3)</sup>	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

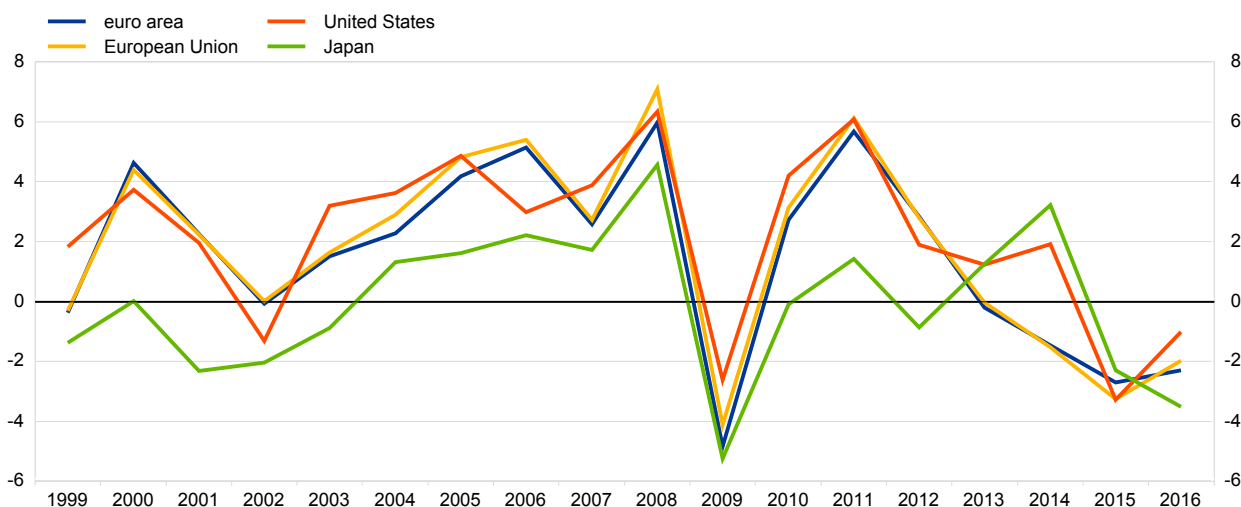
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices <sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

## 3 Prices and costs

### 3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

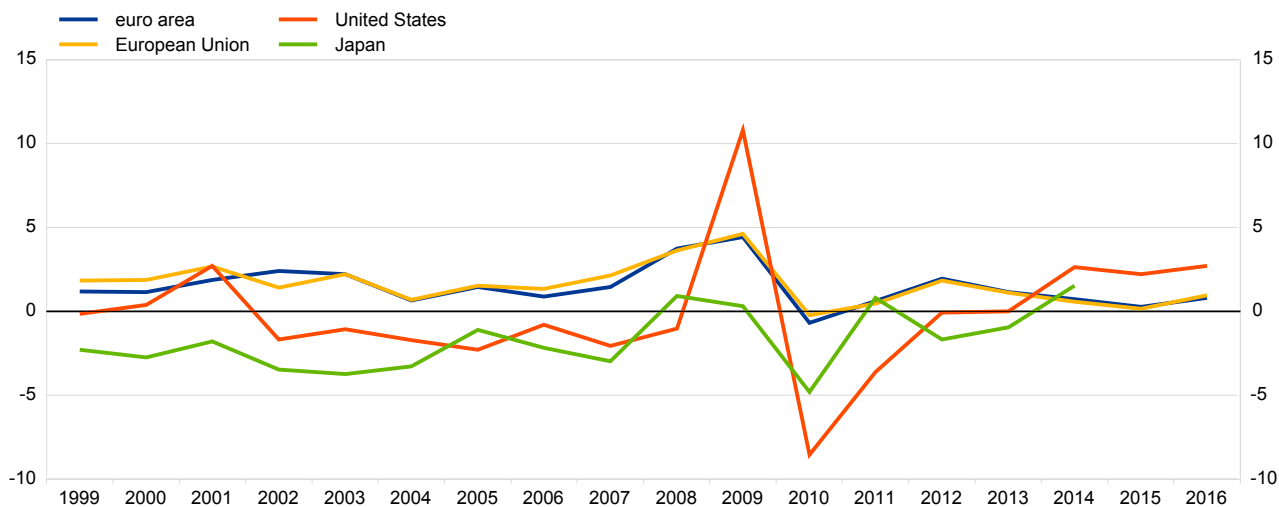
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

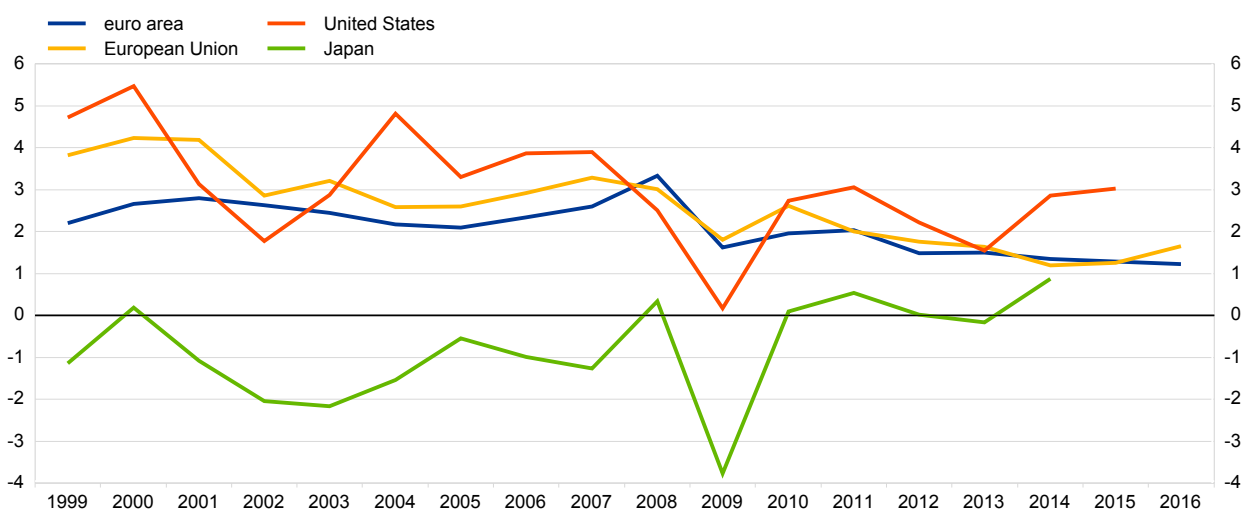
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 3.6 Compensation per employee  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

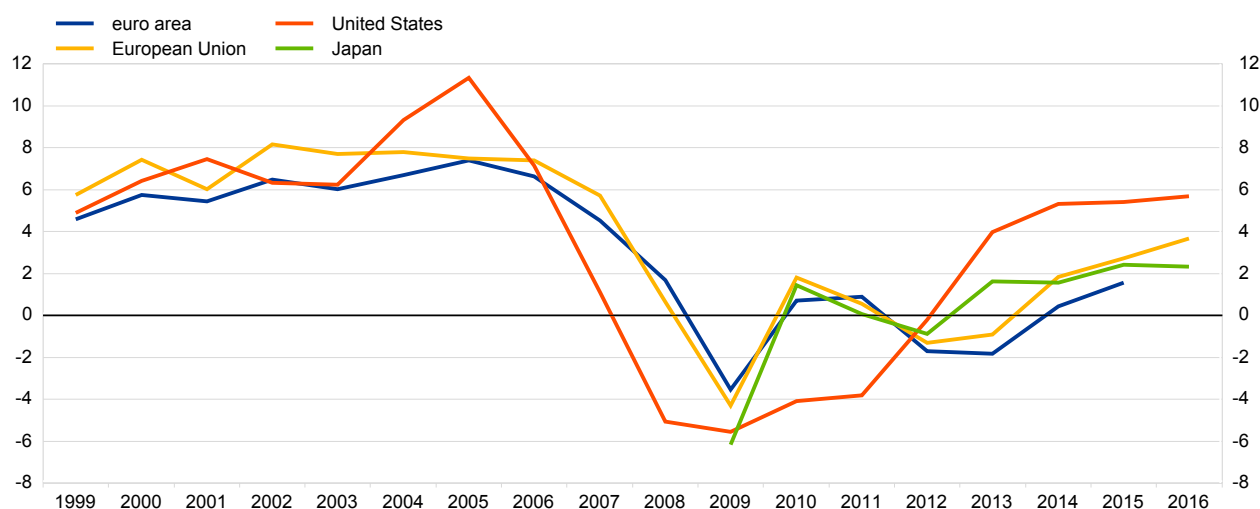
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

Chart 3.7 Residential property prices  
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

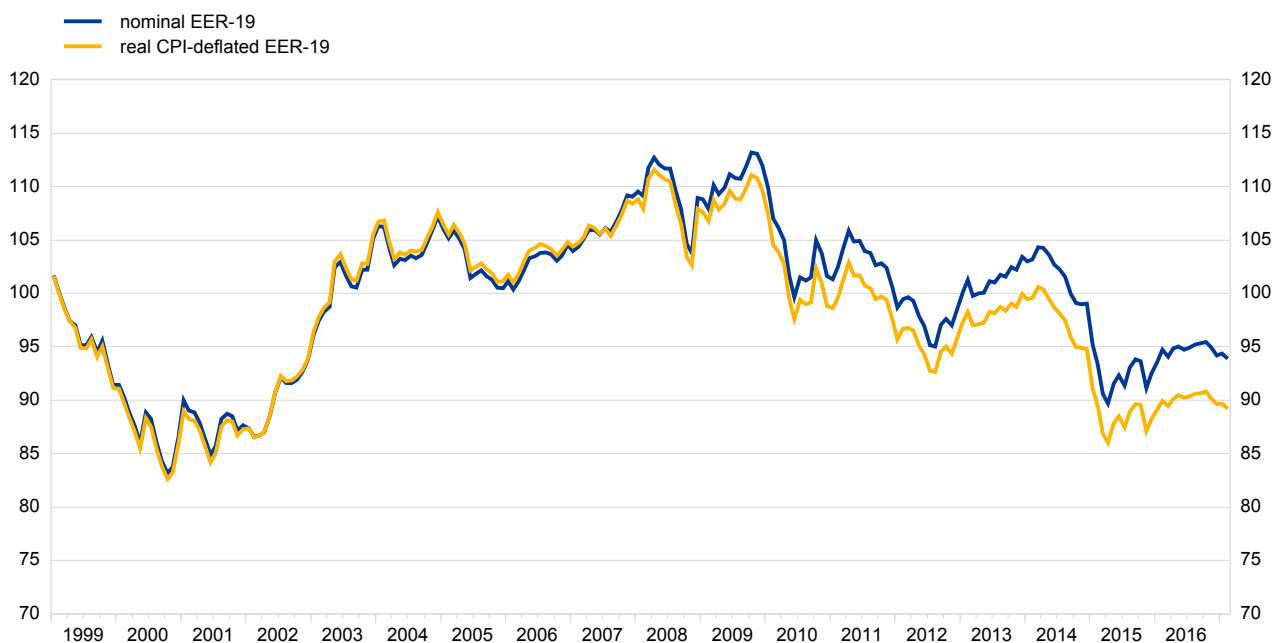
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

### Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

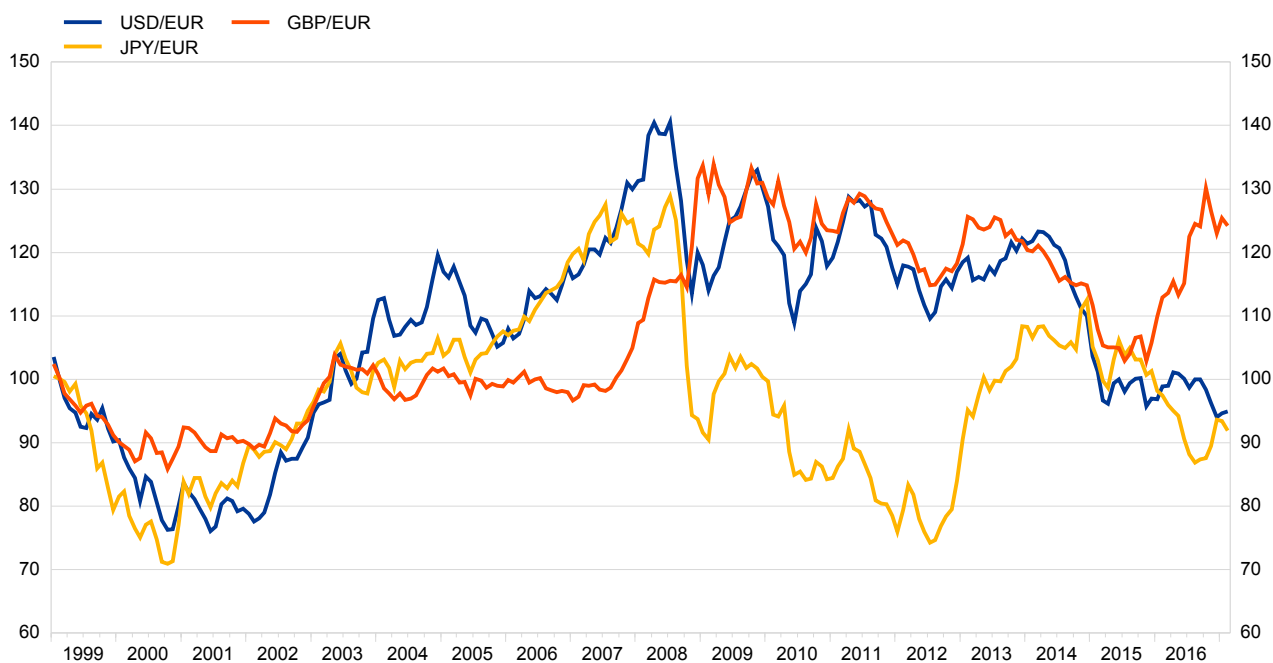
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

### Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.



## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.3 Real effective exchange rates <sup>1)</sup>

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
<b>Euro area</b>	<b>96.8</b>	<b>97.9</b>	<b>95.5</b>	<b>95.5</b>	<b>96.1</b>	<b>87.8</b>	<b>90.0</b>
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

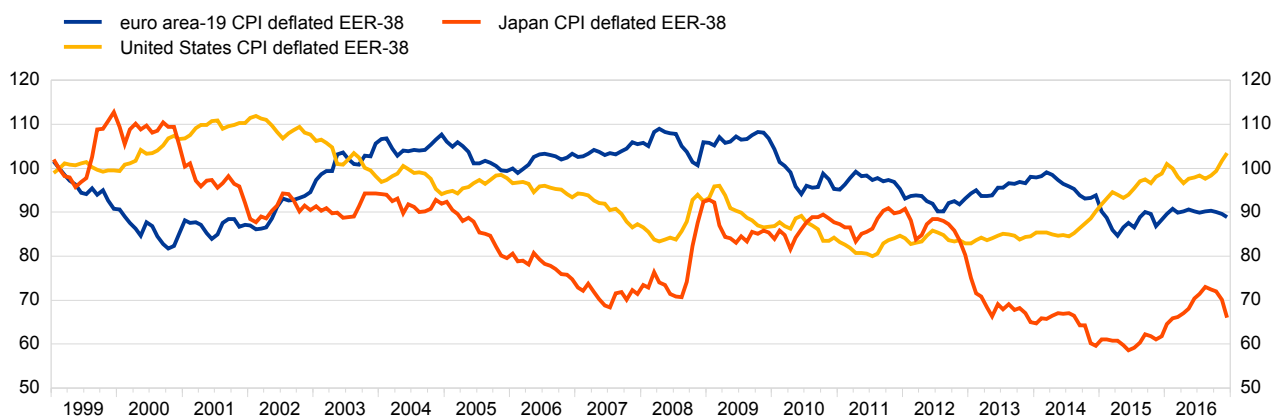
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed. A positive change points to a decrease in price competitiveness.

### Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.4 Balance of payments: net current account

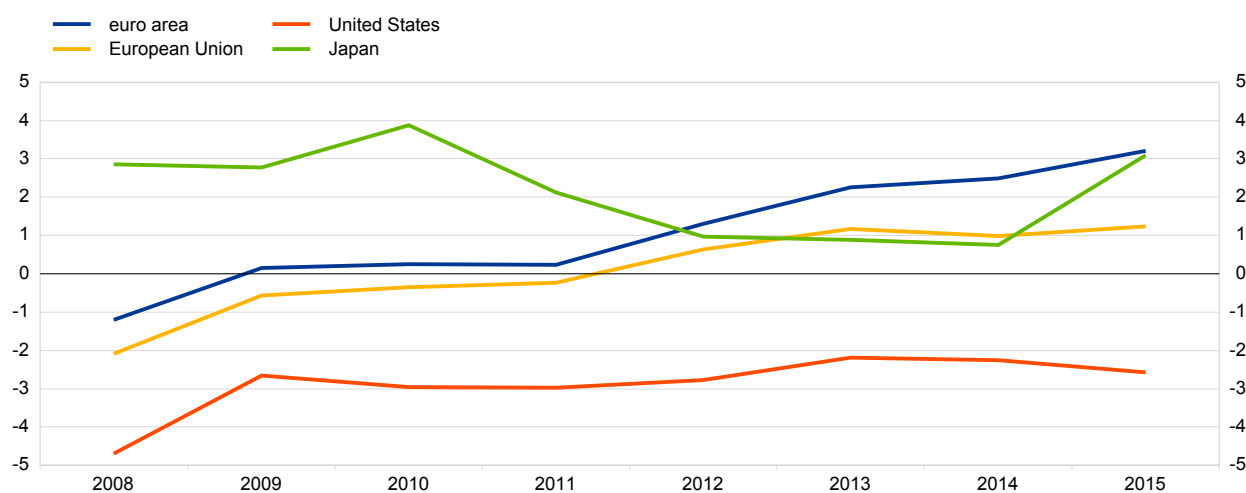
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
<b>European Union</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

### Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

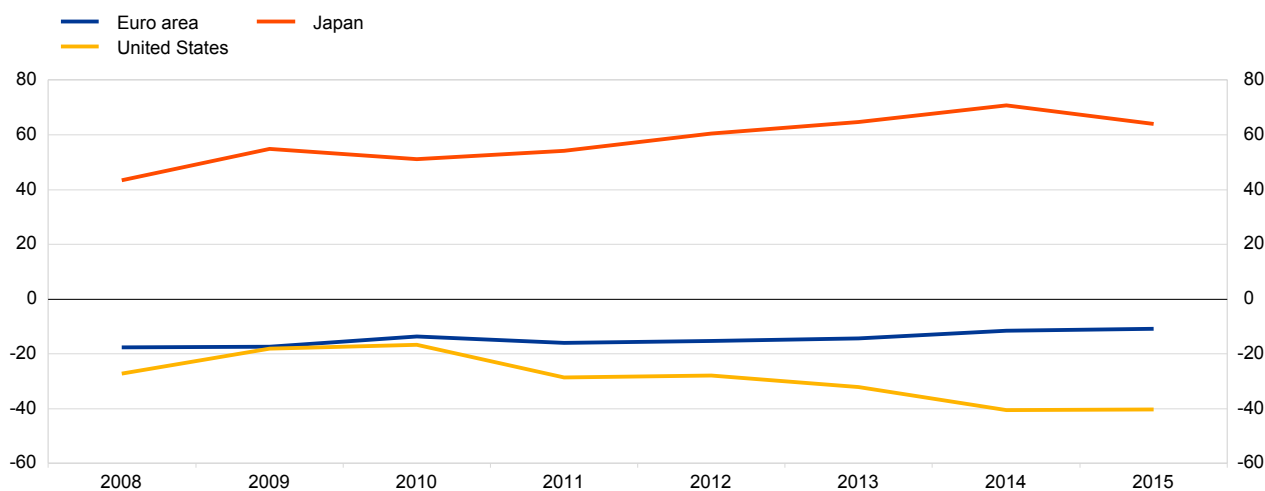
	2008-2015 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
<b>Euro area</b>	<b>-14.6</b>	<b>-16.2</b>	<b>-13.0</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>-11.5</b>	<b>-10.9</b>
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

### Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

## 5 Fiscal developments

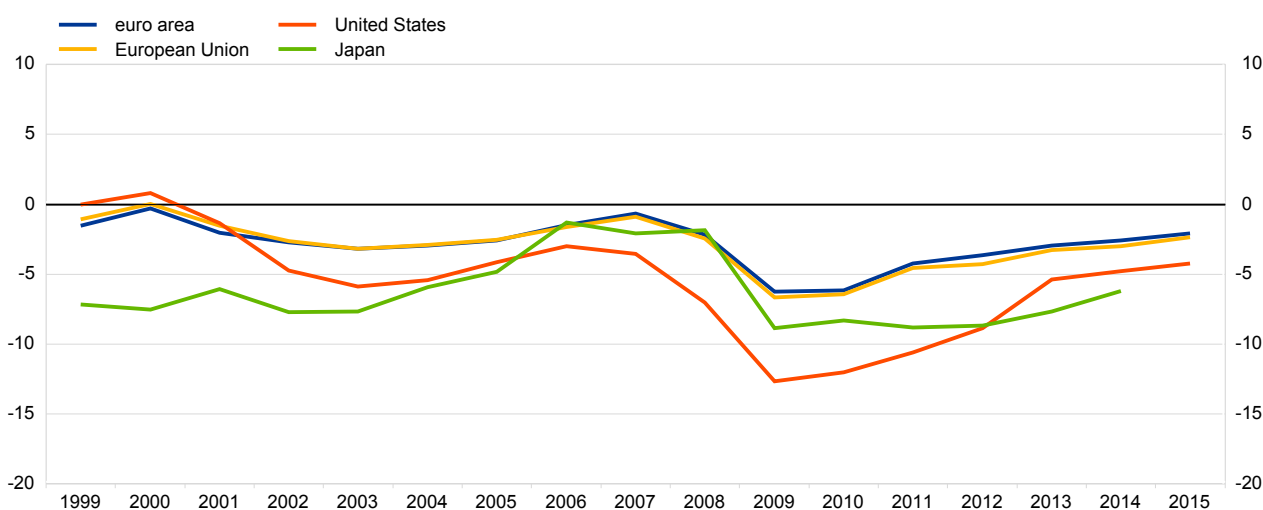
### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
Euro area	-2.8	-2.0	-4.0	-3.6	-3.0	-2.6	-2.1
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
European Union	-2.9	-1.9	-4.4	-4.3	-3.3	-3.0	-2.4
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.1 General government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.2 Primary general government balance <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

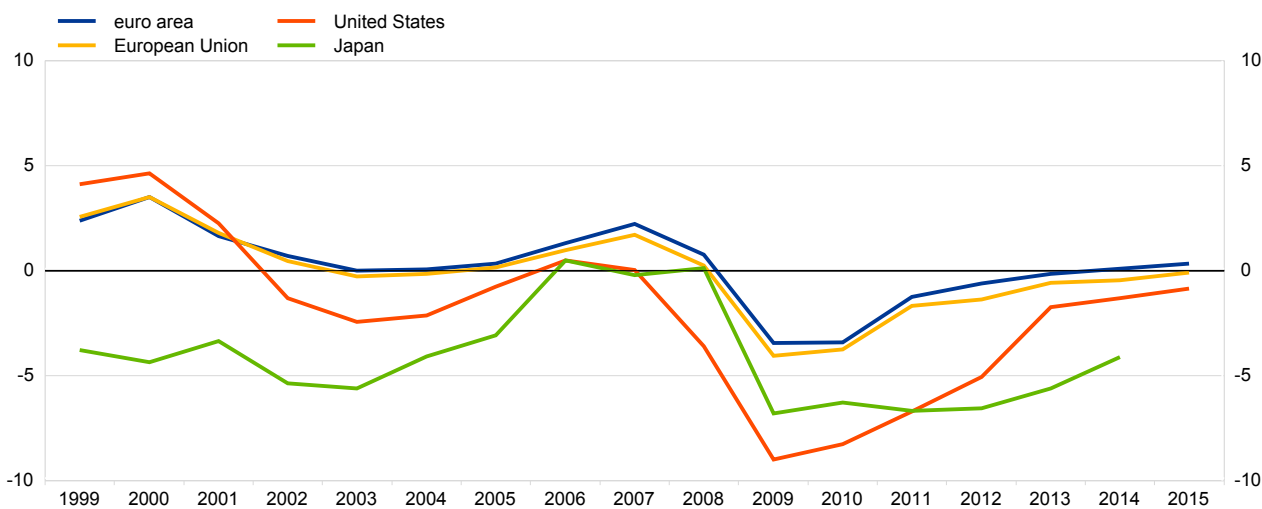
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

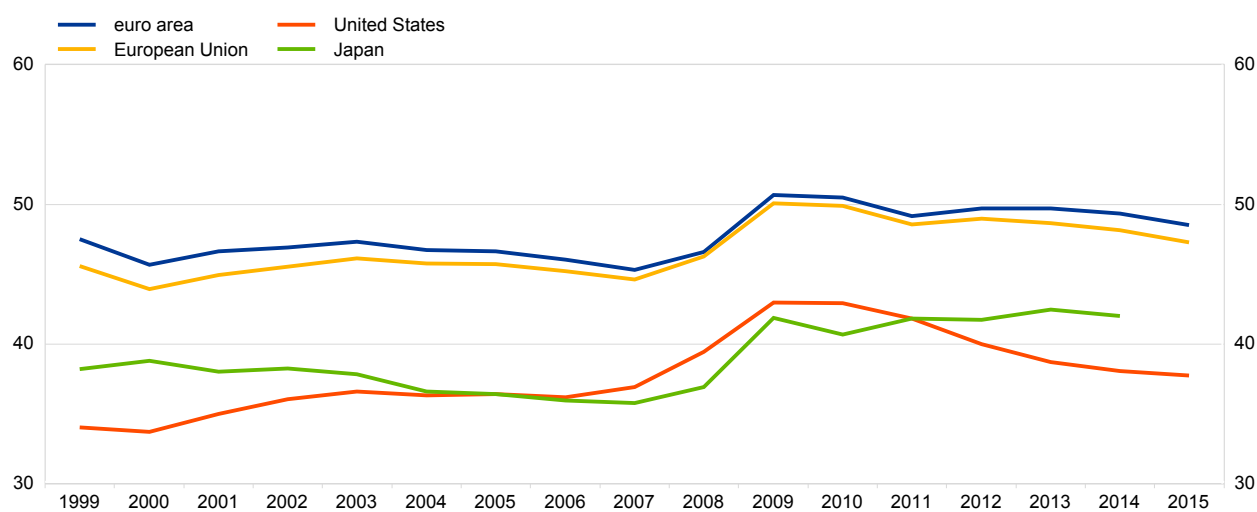
### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
<b>Euro area</b>	<b>47.8</b>	<b>46.5</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.4</b>	<b>48.5</b>
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
<b>European Union</b>	<b>46.8</b>	<b>45.4</b>	<b>48.8</b>	<b>49.0</b>	<b>48.7</b>	<b>48.1</b>	<b>47.3</b>
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.4 General government debt 1) (percentages of GDP)

	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
<b>Euro area</b>	<b>75.9</b>	<b>67.9</b>	<b>87.4</b>	<b>89.5</b>	<b>91.3</b>	<b>92.0</b>	<b>90.4</b>
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
<b>European Union</b>	<b>69.2</b>	<b>60.3</b>	<b>81.9</b>	<b>83.8</b>	<b>85.7</b>	<b>86.7</b>	<b>85.0</b>
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

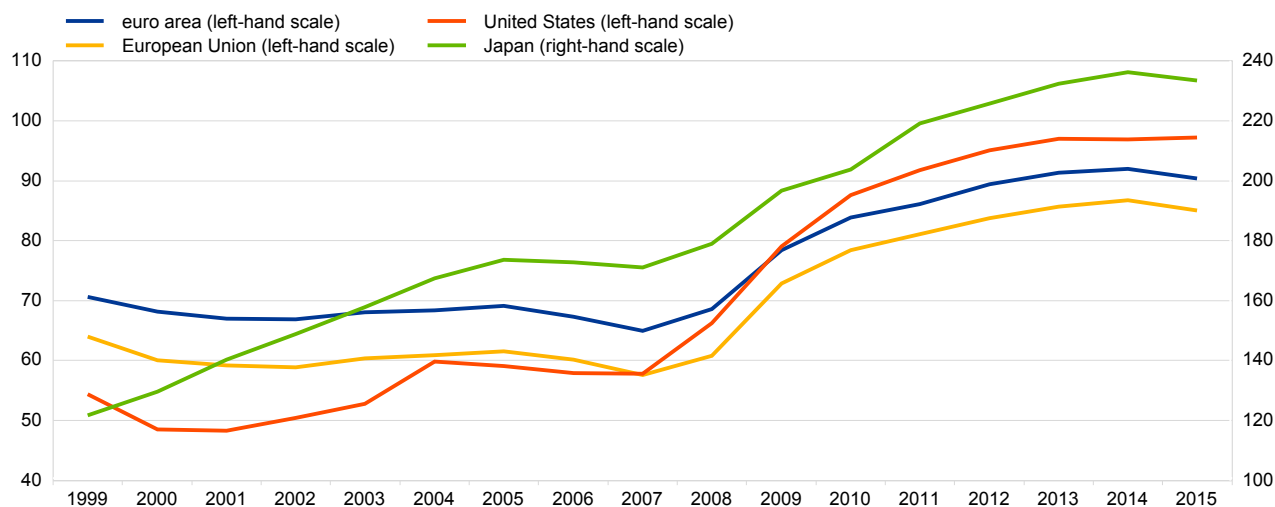
Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002.

### Chart 5.4 General government debt

(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## Použité skratky

### Štáty

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

V súlade s praxou EÚ sú členské štáty EÚ v tomto zozname zoradené podľa abecedného poradia názvov krajín v ich národnom jazyku.

### Ostatné

<b>BIS</b>	Banka pre medzinárodné zúčtovanie	<b>EUR</b>	euro
<b>CPI</b>	Index spotrebiteľských cien	<b>HDP</b>	hrubý domáci produkt
<b>GR ECFIN</b>	Generálne riaditeľstvo pre hospodárske a finančné záležitosti, Európska komisia	<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotrebiteľských cien
<b>ECB</b>	Európska centrálna banka	<b>m.i.p.</b>	medzinárodná investičná pozícia
<b>EDP</b>	postup pri nadmernom deficite	<b>ILO</b>	Medzinárodná organizácia práce
<b>EER</b>	efektívny výmenný kurz	<b>MMF</b>	Medzinárodný menový fond
<b>EMI</b>	Európsky menový inštitút	<b>PFI</b>	peňažné finančné inštitúcie
<b>HMÚ</b>	hospodárska a menová únia	<b>MIP</b>	postup pri makroekonomickej nerovnováhe
<b>ERM</b>	mechanizmus výmenných kurzov	<b>NCB</b>	národná centrálna banka
<b>ESA 95</b>	Európsky systém účtov 1995	<b>OECD</b>	Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj
<b>ESCB</b>	Európsky systém centrálnych bánk	<b>SSM</b>	jednotný mechanizmus dohľadu
<b>ESRB</b>	Európsky výbor pre systémové riziká	<b>TSCG</b>	Zmluva o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii
<b>EÚ</b>	Európska únia		

### Značky použité v tabuľkách

„“	údaje sa nesledujú/nie sú relevantné
„“	údaje ešte nie sú k dispozícii

## © Európska centrálna banka 2017

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefón +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Všetky práva vyhradené. Šírenie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené, ak je uvedený zdroj.

Redakčná uzávierka údajov v tejto správe bola 10. februára 2017. Redakčná uzávierka štatistických údajov v tejto správe bola 15. marca 2017.

Fotografie Andreas Böttcher  
Luis Felipe Torrego  
Andreas Varnhorn

ISSN	1830-3005 (html)	DOI	10.2866/70123 (html)
ISSN	1830-3005 (pdf)	DOI	10.2866/228522 (pdf)
ISBN	978-92-899-2686-7 (html)	Katalógové číslo EÚ	QB-AA-17-001-SK-Q (html)
ISBN	978-92-899-2646-1 (pdf)	Katalógové číslo EÚ	QB-AA-17-001-SK-N (pdf)