



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM

VÝROČNÁ SPRÁVA 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

# VÝROČNÁ SPRÁVA 2008





EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

EUROSYSTÉM



V roku 2009  
je vo všetkých  
publikáciách ECB  
použitý motív  
z bankovky 200 eur.

**VÝROČNÁ SPRÁVA  
2008**

© Európska centrálna banka 2009

**Adresa**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt nad Mohanom  
Nemecko

**Poštová adresa**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefón**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

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

*Fotografie:  
Claudio Hils  
Martin Joppen*

*Redakčná uzávierka údajov uvedených  
v tejto správe bola 27. februára 2009.*

ISSN 1830-3005 (elektronická verzia)

# OBSAH

<b>ÚVODNÉ SLOVO</b>	<b>9</b>	<b>4 ŠTATISTIKA</b>	<b>126</b>
<b>KAPITOLA I</b>		4.1 Nové a rozšírené štatistiky eurozóny	<b>126</b>
<b>HOSPODÁRSKY VÝVOJ A MENOVÁ POLITIKA</b>		4.2 Ďalší vývoj v štatistickej oblasti	<b>127</b>
<b>I ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY</b>	<b>16</b>	4.3 Strednodobý pracovný program v oblasti štatistiky ECB (2009 – 2012)	<b>128</b>
<b>2 MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ</b>	<b>22</b>	<b>5 EKONOMICKÝ VÝSKUM</b>	<b>130</b>
2.1 Globálne makroekonomické prostredie	<b>22</b>	5.1 Priority a výsledky výskumu	<b>130</b>
2.2 Menový a finančný vývoj	<b>26</b>	5.2 Šírenie výsledkov výskumu: publikácie a konferencie	<b>131</b>
2.3 Vývoj cien a nákladov	<b>54</b>	<b>6 OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI</b>	<b>133</b>
2.4 Produkcia, dopyt a vývoj na trhu práce	<b>63</b>	6.1 Dodržiavanie zákazu menového financovania a zvýhodneného prístupu	<b>133</b>
2.5 Fiškálny vývoj	<b>70</b>	6.2 Poradné funkcie	<b>133</b>
2.6 Vývoj výmenných kurzov a platobnej bilancie	<b>79</b>	6.3 Správa prijímania a poskytovania úverov Európskeho spoločenstva	<b>137</b>
<b>3 HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ V ČLENSKÝCH ŠTÁTOCH EÚ NEPATRIACICH DO EUROZÓNY</b>	<b>87</b>	6.4 Služby Eurosystemu v oblasti správy rezerv	<b>137</b>
<b>KAPITOLA 2</b>		<b>KAPITOLA 3</b>	
<b>OPERÁCIE A ČINNOSTI CENTRÁLNEJ BANKY</b>		<b>VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY</b>	
<b>I OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY</b>	<b>100</b>	<b>I HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ NA SLOVENSKU</b>	<b>142</b>
1.1 Operácie menovej politiky	<b>100</b>	<b>2 PRÁVNE ASPEKTY INTEGRÁCIE NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA DO EUROSYSTEMU</b>	<b>146</b>
1.2 Devízové operácie	<b>112</b>	<b>3 OPERAČNÉ ASPEKTY INTEGRÁCIE NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA DO EUROSYSTEMU</b>	<b>147</b>
1.3 Investičné aktivity	<b>112</b>	3.1 Operácie menovej politiky	<b>147</b>
<b>2 PLATOBNÉ SYSTÉMY A SYSTÉMY ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV</b>	<b>115</b>	3.2 Príspevok k základnému imaniu, rezervám a devízovým rezervám ECB	<b>147</b>
2.1 Systém TARGET	<b>115</b>	<b>4 ZAVEDENIE EURA NA SLOVENSKU</b>	<b>149</b>
2.2 TARGET2-Securities	<b>117</b>	<b>KAPITOLA 4</b>	
2.3 Postupy pri vysporiadaní kolaterálu	<b>119</b>	<b>FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA</b>	
<b>3 BANKOVKY A MINCE</b>	<b>121</b>	<b>I FINANČNÁ STABILITA</b>	<b>154</b>
3.1 Obeh eurových bankoviek a mincí a spracovávanie obeživa	<b>121</b>	1.1 Monitorovanie finančnej stability	<b>154</b>
3.2 Falšovanie a potlačanie falšovania bankoviek	<b>122</b>		
3.3 Výroba a emisia bankoviek	<b>124</b>		

1.2 Opatrenia na zabezpečenie finančnej stability			
<b>2 FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD</b>	<b>159</b>		
2.1 Všeobecné otázky	159		
2.2 Bankový systém	160		
2.3 Cenné papiere	161		
<b>3 FINANČNÁ INTEGRÁCIA</b>	<b>162</b>		
<b>4 DOHĽAD NAD PLATOBŇMI SYSTÉMAMI A INFRAŠTRUKTÚROU TRHU</b>	<b>167</b>		
4.1 Systémy veľkých platieb a poskytovatelia infraštruktúrnych služieb	167		
4.2 Retailové platobné systémy a nástroje	170		
4.3 Zúčtovanie a vyrovnanie obchodov s cennými papiermi a derivátmi	170		
4.4 Ostatné činnosti	172		
<b>KAPITOLA 5 EURÓPSKE A MEDZINÁRODNÉ VZŤAHY</b>			
<b>1 EURÓPSKE OTÁZKY</b>	<b>176</b>		
1.1 Otázky hospodárskej politiky	176		
1.2 Inštitucionálne otázky	179		
1.3 Vývoj a vzťahy s kandidátskymi krajinami EÚ	179		
<b>2 MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY</b>	<b>181</b>		
2.1 Kľúčové aspekty vývoja medzinárodného menového a finančného systému	181		
2.2 Spolupráca s krajinami nepatriacimi do EÚ	184		
<b>KAPITOLA 6 ZODPOVEDNOSŤ</b>			
<b>1 ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI A EURÓPSKEMU PARLAMENTU</b>	<b>188</b>		
<b>2 VYBRANÉ OTÁZKY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM</b>	<b>189</b>		
		<b>KAPITOLA 7</b>	
	<b>156</b>	<b>EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA</b>	
		<b>1 KOMUNIKAČNÁ POLITIKA</b>	<b>194</b>
		<b>2 KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY</b>	<b>195</b>
		<b>KAPITOLA 8</b>	
	<b>162</b>	<b>INŠTITUCIONÁLNY RÁMEC, ORGANIZÁCIA A ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA</b>	<b>199</b>
		<b>1 ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB</b>	<b>200</b>
		1.1 Eurosystém a Európsky systém centrálnych bánk	200
		1.2 Rada guvernérov	201
		1.3 Výkonná rada	204
		1.4 Generálna rada	206
		1.5 Výbory Eurosystému/ESCB, Výbor pre rozpočet, Konferencia pre ľudské zdroje a Riadiaci výbor Eurosystému pre oblasť IT	207
		1.6 Riadenie organizácie	208
		<b>2 ORGANIZAČNÝ VÝVOJ</b>	<b>211</b>
		2.1 Ľudské zdroje	211
		2.2 Konferencia pre ľudské zdroje	213
		2.3 Nové sídlo ECB	213
		2.4 Úrad Eurosystému pre koordináciu obstarávania	214
		<b>3 SOCIÁLNY DIALÓG ESCB</b>	<b>215</b>
		<b>4 ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB</b>	<b>216</b>
		Správa o činnosti za rok končiaci sa 31. decembra 2008	217
		Súvaha k 31. decembru 2008	220
		Výkaz ziskov a strát za rok končiaci sa 31. decembra 2008	222
		Účtovné pravidlá	223
		Poznámky k súvahe	228
		Poznámky k výkazu ziskov a strát	240
		Správa nezávislého audítora	245
		Poznámka k rozdeleniu zisku/straty	247

<b>5 KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSYSTÉMU K 31. DECEMBRU 2008</b>	<b>248</b>	Graf B	Implikovaná volatilita odvođená z opcií na trojmesačné futures EURIBOR splatné v marci 2009	<b>34</b>
<b>PRÍLOHY</b>				
<b>PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB</b>	<b>252</b>	3	Volatilita a likvidita na akciových trhoch a na trhoch s vládnymi dlhopismi	<b>44</b>
<b>STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB</b>	<b>255</b>	Graf A	Skutočná volatilita týždenných výnosov z akcií a dlhopisov	<b>44</b>
<b>CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY EUROSYSTÉMU</b>	<b>264</b>	Graf B	Korelácia medzi týždennými výnosmi z akcií a dlhopisov	<b>44</b>
<b>PREHĽAD KOMUNIKÁCIE ECB V SÚVISLOSTI S POSKYTOVANÍM LIKVIDITY V EURÁCH</b>	<b>267</b>	Graf C	Objem kontraktov futures s vládnymi dlhopismi	<b>45</b>
		Graf D	Objem obchodovania na akciových trhoch	<b>46</b>
<b>PUBLIKÁCIE EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY OD ROKU 2008</b>	<b>276</b>	4	Ceny komodít a inflácia HICP	<b>56</b>
		Graf A	Ceny komodít	<b>56</b>
		Graf B	Inflácia HICP	<b>57</b>
		Graf C	Vybrané zložky služieb indexu HICP	<b>57</b>
		Graf D	Dlhodobejšie inflačné očakávania z prieskumov a rovnovážna miera inflácie	<b>58</b>
<b>SLOVNÍK POJMOV</b>	<b>282</b>			
<b>ZOZNAM BOXOV</b>				
1 Vplyv napätia na finančných trhoch na menový vývoj	<b>27</b>			
Graf A Mesačné toky do a z akcií/podielových listov fondov peňažného trhu a krátkodobých dlhových nástrojov PFI	<b>27</b>	5	Vývoj na trhu práce v eurozóne v roku 2008	<b>67</b>
Graf B Mesačné prílevy a odlevy obeživa a vkladov splatných na požiadanie	<b>28</b>	Graf A	Rast reálneho HDP eurozóny a celkovej zamestnanosti	<b>67</b>
Graf C Mesačné toky úverov OFS, dlhových cenných papierov zakúpených PFI a úverov PFI vyčlenených z bilancie	<b>29</b>	Graf B	Rozbor rastu počtu odpracovaných hodín	<b>67</b>
Graf D Držba aktív úverových inštitúcií a úvery súkromnému sektoru	<b>30</b>	Graf C	Rast zamestnanosti podľa typu pracovnej zmluvy	<b>68</b>
		Graf D	Práca na čiastočný úväzok v eurozóne	<b>69</b>
2 Vývoj na peňažnom trhu eurozóny v kontexte turbulencií na finančných trhoch	<b>31</b>	6	Vývoj emisie a výnosových spreadov dlhových cenných papierov verejnej správy v eurozóne	<b>72</b>
Graf A Úrokové sadzby ECB a úrokové miery jednoduchých obchodov	<b>32</b>	Graf A	Zmeny v úrokových platbách v rokoch 1999 až 2008	<b>72</b>
		Tabuľka A	Ročná miera rastu objemu dlhových cenných papierov vydaných sektorom verejnej správy v eurozóne	<b>73</b>

Tabuľka B	Štruktúra nesplatených dlhových cenných papierov vydaných sektorom verejnej správy eurozóny	73	7	Inflácia HICP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	88
Graf B	Spready výnosov vládnych dlhopisov voči nemeckým vládny dlhopisom	74	8	Fiškálne pozície v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	89
Graf C	Vládne swapy kreditného zlyhania	74	9	Platobná bilancia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	91
7	Štatistika dôsledkov finančnej krízy na deficit a dlh verejnej správy	75	10	Oficiálne stratégie menových politik členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny	94
8	Finančná kríza a rozpočtová politika	78	11	Platby v systéme TARGET	116
9	Vývoj konkurencieschopnosti eurozóny	82	12	Výroba eurových bankoviek v roku 2008	124
Graf A	Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura	82	13	Hlavné hospodárske ukazovatele za Slovensko	142
Graf B	Zmeny v harmonizovaných ukazovateľoch konkurencieschopnosti v krajinách eurozóny	83			
Graf C	Vývoj harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti v rámci a mimo eurozóny	84			
10	Operácie menovej politiky v nedávnom období volatility na finančných trhoch	101			
Graf A	Poskytovanie likvidity prostredníctvom operácií na voľnom trhu a automatických operácií	103			
Graf B	Spread medzi úrokovou mierou EONIA a sadzbou hlavných refinančných operácií	103			
11	Štatistické vplyvy rozšírenia eurozóny o Slovensko	144			
12	Desať rokov HMÚ	178			

#### ZOZNAM TABULIEK

1	Cenový vývoj	54
2	Ukazovatele nákladov práce	61
3	Štruktúra rastu reálneho HDP	63
4	Vývoj na trhu práce	70
5	Fiškálna pozícia eurozóny a krajín eurozóny	71
6	Rast reálneho HDP v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne	87

#### ZOZNAM GRAFOV

1	Úrokové sadzby ECB a úrokové miery peňažného trhu	17
2a	Hlavné ukazovatele vývoja vo významných priemyselných krajinách	22
2b	Hlavné ukazovatele vývoja vo významných rozvíjajúcich sa ekonomikách	24
3	Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch	25
4	Agregát M3 a úvery súkromnému sektoru	26
5	Hlavné komponenty M3	36
6	Úrokové miery PFI z krátkodobých vkladov a úroková miera peňažného trhu	36
7	Vklady podľa sektorov	37
8	Úvery rezidentom eurozóny	37
9	Úrokové miery nezabezpečených nástrojov peňažného trhu	40
10	Trojmesačné úrokové miery EUREPO, EURIBOR a overnight index swap	41
11	Výnosy dlhodobých vládnych dlhopisov	41
12	Rovnovážna (breakeven) miera inflácie pri nulovom kupóne v eurozóne	43
13	Hlavné burzové indexy	47
14	Implikovaná burzová volatilita	48

15	Úvery PFI domácnostiam	49	39	Vývoj mien krajín EÚ, ktoré sa nezúčastňujú na ERM II	93
16	Úrokové miery úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam	49	40	Hlavné úrokové sadzby ECB a EONIA	100
17	Dlh domácností a platba úrokov	50	41	Faktory likvidity v eurozóne v roku 2008	106
18	Reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností eurozóny	51	42	Bankovky v obehu	106
19	Štruktúra reálnej ročnej miery rastu externého financovania nefinančných spoločností	52	43	Akceptovateľný kolaterál podľa typu aktíva	109
20	Ukazovatele ziskovosti kótovaných nefinančných spoločností eurozóny	52	44	Kolaterál založený v úverových operáciách Eurosystemu a nesplatené úvery v operáciách menovej politiky	110
21	Finančný deficit nefinančných spoločností a jeho hlavné zložky	53	45	Štruktúra aktív (vrátane úverových pohľadávok) založených ako kolaterál podľa typu aktíva	110
22	Ukazovatele dlhu nefinančných spoločností	54	46	Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008	121
23	Štruktúra inflácie HICP: hlavné zložky	55	47	Hodnota eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008	121
24	Podiel hlavných zložiek na inflácii HICP	59	48	Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008	122
25	Štruktúra cien priemyselných výrobcov	60	49	Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2008	123
26	Odmena na zamestnanca podľa sektorov	61	50	Štruktúra falzifikátov eurových bankoviek podľa nominálnej hodnoty v roku 2008	123
27	Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne	62			
28	Kvalitatívne vnímanie inflácie a inflačné očakávania spotrebiteľov eurozóny	62			
29	Príspevky k štvrtročnému rastu reálneho HDP	64			
30	Indikátory dôvery	65			
31	Nezamestnanosť	70			
32	Fiškálny vývoj v rokoch 1999 – 2009	77			
33	Bežný účet a jeho zložky	81			
34	Objem exportu eurozóny vybraným obchodným partnerom	81			
35	Dovozné ceny tovarov z krajín mimo eurozóny	85			
36	Priame a portfóliové investície eurozóny	86			
37	Čistá medzinárodná investičná pozícia	86			
38	Vývoj v ERM II	92			



## POUŽITÉ SKRATKY

### KRAJINY

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

### OSTATNÉ

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

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

# ÚVODNÉ SLOVO



Európska centrálna banka v roku 2008 oslávila desiate výročie svojho založenia. S priemernou ročnou mierou inflácie v eurozóne len mierne nad 2 % to bolo desaťročie relatívne stabilných cien, v súlade s poslaním ECB zabezpečiť cenovú stabilitu. Dlhodobejšie inflačné očakávania počas tohto obdobia zároveň zostali celkovo pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stability. Svedčí to o vysokej miere dôveryhodnosti menovej politiky ECB. Tento úspech je zároveň konkrétnym dôkazom inštitucionálnej odolnosti, súdržnosti a jednoty Eurosystemu a jeho schopnosti konať v skutočne európskom duchu na základe spoločných hodnôt, vysokých štandardov a jednotných zásad. Euro je od samého začiatku stabilnou menou. V súčasnosti ho používa 329 miliónov obyvateľov v 16 krajinách eurozóny a je akceptovanou menou na medzinárodných finančných trhoch. Pri tejto príležitosti by som chcel v eurozóne privítať občanov Slovenska. Po prijatí eura na Cypre a Malte v roku 2008 sa Slovensko 1. januára 2009 stalo šiestnástym členom eurozóny.

Rok 2008 bol výnimočný mimoriadnym hospodárskym a finančným vývojom. Vzhľadom na výrazný rast cien komodít sa v prvom polroku 2008 podstatne zvýšila miera inflácie a počas tohto obdobia rástli aj inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Ročná miera inflácie HICP dosiahla svoj vrchol v polovici roka (4 % v júni i v júli). Množili sa predovšetkým známky rastúcich mzdových tlakov. Menová analýza potvrdzovala, že cenovú stabilitu ohrozovali predovšetkým inflačné riziká. V snahe zabrániť plošným sekundárnym účinkom a zabezpečiť pevné ukotvenie inflačných očakávaní Rada guvernérov v júli 2008 zvýšila svoje kľúčové úrokové sadzby. Od polovice septembra napätie na finančných trhoch podstatne rástlo a v čoraz väčšej miere sa začalo prenášať aj do reálnej ekonomiky na celom svete. Spolu s výrazným poklesom cien energií a komodít to spôsobilo zmierňenie inflačných tlakov v eurozóne i vo svete. Zároveň však mimoriadne vzrástla aj neistota, s nepriaznivým vplyvom na stav likvidity, ceny aktív a súvahy. Tento vývoj celkovo predstavoval výrazne vyššie riziko spomalenia hospodárskeho rastu a významné oslabenie inflačných tlakov v strednodobom horizonte.

ECB a hlavné centrálny banky za tejto situácie 8. októbra 2008 oznámili koordinované zníženie svojich menovopolitických úrokových sadzieb. Od októbra 2008 do marca 2009 Rada guvernérov znížila kľúčové úrokové sadzby ECB o celkovo 275 bázických bodov. Jednodňové sadzby na peňažnom trhu v tomto období klesli ešte prudšie, keďže ECB výrazne zvýšila objem likvidity poskytovanej bankám v eurozóne. Hoci boli tieto rozhodnutia bezprecedentné, vzhľadom na pokles inflačných tlakov a rizík boli v plnom súlade s úlohou ECB udržiavať cenovú stabilitu. Menová analýza naznačovala postupný ústup inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu, keďže tempo rastu peňažnej zásoby sa predovšetkým v druhej polovici roka 2008 spomalilo. V dôsledku sprísňovania podmienok financovania a slabšej hospodárskej aktivity sa v priebehu roka zmiernil aj rast objemu úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru.

Priemerná ročná miera inflácie HICP v roku 2008 však aj napriek jednoznačnému spomaľovaniu rastu mier inflácie od polovice roka 2008 dosiahla 3,3 %, čo je najvyššia hodnota od zavedenia eura. V predchádzajúcich rokoch sa pohybovala okolo 2 %. Bez ohľadu na prudké výkyvy celkovej miery inflácie sa menovej politike ECB v roku 2008 podarilo udržať strednodobé až dlhodobejšie inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni celkovo zodpovedajúcej cenovej stability. Rast reálneho HDP v eurozóne sa zároveň v roku 2008 spomalil na 0,8 %, po silnom tempe rastu na úrovni 2,7 % v roku 2007 a 3,0 % v roku 2006. Zatiaľ čo začiatkom roka 2008 bol hospodársky rast v eurozóne relatívne stabilný, v priebehu roka rýchlo klesal v dôsledku značného spomalenia svetovej hospodárskej aktivity.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, pomerne priaznivé výsledky rozpočtového hospodárenia dosiahnuté v posledných rokoch sa v roku 2008 obrátili v dôsledku šírenia finančnej krízy a rýchleho zhoršovania makroekonomického prostredia. Podľa predbežného odhadu Európskej komisie z januára 2009 sa priemerný deficit rozpočtu verejnej správy v eurozóne zvýšil z 0,6 % HDP v roku 2007 na 1,7 % v roku 2008 a v roku 2009 sa očakáva jeho výrazné zvýšenie na 4,0 % HDP. V októbri 2008 sa krajiny eurozóny dohodli na spoločných opatreniach na stabilizáciu bankového systému vrátane rekapitalizácie finančných inštitúcií a poskytovania záruk za úvery a vklady. V decembri 2008 Európska rada schválila Plán európskej hospodárskej obnovy, ktorého cieľom je podporiť hospodársku obnovu zvyšovaním agregátneho dopytu a intenzívnejšou realizáciou štrukturálnych reforiem v zmysle Lisabonskej zmluvy. Rastúci rozpočtový deficit a miera zadlženosti spolu s veľmi neistou perspektívou ďalšieho vývoja sú pre rozpočtovú politiku v eurozóne veľkou výzvou. Na zachovanie dôvery verejnosti v udržateľnosť verejných financií je preto nevyhnutná presvedčivá snaha o konsolidáciu a návrat k zdravým rozpočtovým pozíciám a dôsledné dodržiavanie ustanovení Paktu stability a rastu.

Čo sa týka štrukturálnej politiky, súčasné obdobie slabej hospodárskej aktivity a vysokej neistoty v otázke ďalšieho hospodárskeho vývoja poukazuje na potrebu zvyšovať odolnosť a flexibilitu hospodárstva eurozóny. V súčasnej situácii je nevyhnutné uplatňovať hospodársku politiku v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou hospodárskou súťažou a odolávať protekcionistickým tlakom. Okrem toho je potrebné zvyšovať konkurenciu prostredníctvom reforiem trhov tovarov a služieb. Reformy na trhu práce by mali pomôcť umožniť primeranú mzdovú politiku a tým chrániť zamestnanosť a podporovať medzisektorovú mobilitu pracovných síl. Tento aspekt je dôležitý predovšetkým pre tie oblasti a sektory, ktorých sa dopytový šok dotkne najviac. Vo viacerých krajinách sú nevyhnutné opatrenia na odstránenie strát konkurencieschopnosti z posledných rokov.

\*\*\*

Problémy na finančných trhoch sa v priebehu roka 2008 výrazne prehĺbili. Eurové peňažné trhy sa aj naďalej vyznačovali vysokými úverovými spreadmi a veľmi nízkym objemom obchodovania, a to aj napriek stabilizačným účinkom osobitných opatrení ECB zavádzaných od roku 2007 a rozšírených v roku 2008. Tieto opatrenia spočívali v prvom rade v „predzásokovaní“ bankového sektora likviditou v rámci jednotlivých období udržiavania povinných minimálnych rezerv, zvyšovaní priemernej doby splatnosti refinančných operácií Eurosystemu a poskytovaní likvidity v amerických dolároch v spolupráci s Federálnym rezervným systémom.

Vzhľadom na prudký nárast napätia vo všetkých segmentoch peňažného trhu v polovici septembra 2008 prijal Eurosystem ďalšie opatrenia na riadenie likvidity, aby jednotlivým bankám zabezpečil možnosť priebežného refinancovania. Išlo predovšetkým o realizáciu hlavných refinančných operácií a všetkých dlhodobjších refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, ako aj dočasné roz-



šírenie zoznamu kolaterálu akceptovateľného v refinančných operáciách. Okrem toho bol dočasne zúžený koridor úrokových mier automatických operácií. Vďaka týmto opatreniam mali banky vo všeobecnosti aj naďalej dobrý prístup k eurovej likvidite, a to predovšetkým k prostriedkom s dlhšou dobou splatnosti.

\*\*\*

ECB sa aktívne podieľala na kľúčových politických a regulačných opatreniach prijatých v roku 2008 na riešenie finančnej krízy a posilnenie finančného systému. Na svetovej úrovni sa ECB zúčastňovala na rokovaní, ktorých výsledkom boli odporúčania Fóra pre finančnú stabilitu z apríla 2008 adresované ministrom financií a guvernérom centrálnych bánk krajín G7. Cieľom týchto odporúčaní je sprísniť požiadavky na obozretné podnikanie, zvýšiť transparentnosť a zdokonaľiť systémy oceňovania, ako aj zlepšiť používanie úverových ratingov, reakcie príslušných orgánov na existujúce riziká a prijať opatrenia na riešenie stresových situácií vo finančnom systéme. ECB sa zároveň podieľala aj na ďalších významných globálnych opatreniach. Konkrétne išlo o plán opatrení, ktorý schválili krajiny G20 dňa 15. novembra 2008.

Na európskej úrovni ECB poskytovala poradenstvo orgánom verejnej správy v rámci navrhovania opatrení zameraných na zabezpečenie funkcie bankového sektora. Parížska deklarácia krajín eurozóny z 12. októbra 2008, ktorú následne 16. októbra schválila Európska rada, stanovila plán koordinovaných opatrení na obnovu dôvery a zlepšenie finančných podmienok v hospodárstve. Medzi tieto opatrenia patrí poskytovanie štátnych záruk za dlhové nástroje bánk a rekapitalizácia bánk. Rada guvernérov vydala odporúčania týkajúce sa základných podmienok a určovania ceny štátnych záruk a rekapitalizačných nástrojov. Cieľom odporúčaní je zachovať rovnaké konkurenčné podmienky pre všetky finančné inštitúcie, zvýšiť stabilitu finančného systému, umožniť návrat k normálnym trhovým podmienkam a zabezpečiť riadne financovanie hospodárstva. Odporúčania boli náležite zohľadnené v opatreniach jednotlivých

členských štátov i v usmerneniach Európskej komisie týkajúcich sa dodržiavania pravidiel poskytovania štátnej pomoci zakotvených v zmluve.

Začiatkom roka 2009 sa ECB podieľala na tvorbe orientačných zásad pre opatrenia na uvoľnenie aktív, ktorých cieľom bolo odstrániť neistotu spojenú s oceňovaním určitých sekuritizovaných aktív v súvahách finančných inštitúcií. Príspevok ECB bol zohľadnený v usmerneniach, ktoré v súvislosti s týmto druhom opatrení vydala Európska komisia.

\*\*\*

ECB v priebehu roka pokračovala v aktívnej podpore procesu európskej finančnej integrácie. Poskytovala pritom poradenstvo najmä v otázkach regulácie a dohľadu nad finančným systémom, ako aj v otázkach zúčtovania a vyrovnaní obchodov s cennými papiermi a platobných systémov. Okrem toho i naďalej plnila úlohu katalyzátora aktivít súkromného sektora koordinovaním spoločného postupu. Iniciatíva na vytvorenie jednotnej oblasti platieb v eurách (SEPA), ktorú ECB od samého začiatku jednoznačne podporuje, zaznamenala svoj prvý výrazný úspech spustením SEPA úhrad a zavedením rámca pre SEPA platobné karty v januári 2008. Od tejto chvíle už SEPA prináša svoje prvé výhody bankám a, čo je ešte dôležitejšie, jej výhody sa postupne prenášajú aj na koncových používateľov platobných služieb.

V oblasti centrálnych bankových služieb, ktoré zároveň podporujú finančnú integráciu, bol decentralizovaný systém prvej generácie TARGET (platobný systém Eurosystému na realizáciu veľkých platieb) v máji 2008 plne nahradený systémom druhej generácie so spoločnou platformou TARGET2. Systém TARGET2 predstavuje prvú plne integrovanú a harmonizovanú trhovú infraštruktúru na európskej úrovni. Rada guvernérov okrem toho v júli 2008 rozhodla o vytvorení novej platformy na vyrovnanie obchodov s cennými papiermi pod názvom TARGET2-Securities (T2S). Systém T2S bude významným krokom k vytvoreniu

integrovaného trhu cenných papierov v Európe. V júli 2008 Rada guvernérov zároveň rozhodla o vytvorení spoločnej zdieľateľnej platformy CCBM2 na mobilizáciu kolaterálu, ktorá bude zmluvným stranám Euro systému poskytovať nástroje na riadenie likvidity a kolaterálu.

\*\*\*

Na konci roka 2008 ECB stanovila maximálny počet svojich zamestnancov ako ekvivalent 1 375,5 zamestnancov na plný pracovný úväzok, pričom na konci roka 2007 tento strop predstavoval 1 348 zamestnancov. Zamestnanci ECB pochádzajú zo všetkých 27 krajín EÚ a sú prijímaní na základe otvorených výberových konaní zverejňovaných na internetovej stránke ECB. V roku 2008 bolo v súlade s politikou mobility ECB 165 zamestnancov presunutých na iné pozície, 23 zamestnancov bolo vyslaných na stáže v iných organizáciách a 30 zamestnancom bolo udelené neplatené voľno, vo väčšine prípadov na účely zamestnania v iných organizáciách. Základom stratégie ECB v oblasti ľudských zdrojov bolo aj naďalej priebežné zvyšovanie kvalifikácie všetkých zamestnancov vrátane vedúcich pracovníkov.

Vzhľadom na aktuálny vývoj priemernej dĺžky života a potrebu zabezpečenia financovania ECB v roku 2008 začala revíziu programu dôchodkového zabezpečenia, ktorý ponúka svojim zamestnancom. Výsledky tejto revízie by sa mali uplatniť na jar roku 2009.

\*\*\*

Rok 2008 so sebou priniesol nové výzvy v projekte výstavby nového sídla ECB, keďže verejné výberové konanie na hlavného dodávateľa neprinieslo uspokojivé ekonomické výsledky. V priebehu leta preto boli dôkladne posúdené všetky možné alternatívy, pričom došlo aj k prehodnoteniu nákladových kalkulácií a stratégie výberového konania. Na základe tejto analýzy sa Rada guvernérov rozhodla výberové konanie na výstavbu svojho sídla rozdeliť na samostatné oblasti a vyhlásiť ho znova. Vzhľadom na výsledky prieskumu stavebného trhu ECB

aj naďalej počíta s tým, že projekt uskutoční v rámci stanoveného rozpočtu.

\*\*\*

V roku 2008 ECB vytvorila prebytok hospodárenia vo výške 2,66 mld. €, pričom v roku 2007 dosiahla prebytok 0,29 mld. €. Rada guvernérov sa rozhodla, že k 31. decembru 2008 prevedie 1,34 mld. € do rezervy na krytie rizík spojených so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata. Výška tejto rezervy, ktorá po prevode v roku 2008 dosahuje 4,01 mld. €, sa každý rok prehodnocuje. Čistý hospodársky výsledok ECB za rok 2008 po tomto prevode do rezervy predstavoval 1,32 mld. €. Táto suma bola rozdelená národným centrálnym bankám eurozóny v pomere k ich splateným podielom na základnom imaní ECB.

Frankfurt nad Mohanom marec 2009



Jean-Claude Trichet



Prvá Rada guvernérov Európskej centrálnej banky v roku 1998



Rada guvernérov Európskej centrálnej banky v roku 2008

Poznámka: Mario Draghi a Athanasios Orphanides pri fotografovaní neboli prítomní.



KAPITOLA I

**HOSPODÁRSKY  
VÝVOJ A MENOVÁ  
POLITIKA**



## I ROZHODNUTIA MENOVEJ POLITIKY

V roku 2008 vykonávala ECB svoju menovú politiku v prostredí turbulencií na finančných trhoch pozorovaných už od augusta 2007. Počas prvého polroka 2008 Rada guvernérov kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenila. V júli 2008 ich zvýšila o 25 bazických bodov a v poslednom štvrtroku 2008 ich trikrát znížila, spolu o 175 bazických bodov. Vývoj úrokových sadzieb ECB v roku 2008 odzrkadľoval vývoj rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, na ktoré mali výrazný vplyv dva globálne javy: vývoj medzinárodných cien komodít, najmä cien energií a potravín, a ekonomický vplyv pretrvávajúcej turbulencií na finančných trhoch, ktoré sa v polovici septembra zintenzívnili.

V prvom polroku 2008 dochádzalo k zvyšovaniu inflačných tlakov v eurozóne, najmä v dôsledku veľmi rýchleho rastu medzinárodných cien komodít. Ročná miera inflácie HICP počas tohto obdobia výrazne prevyšovala úroveň 2 %. Zatiaľ čo v januári predstavovala 3,2 %, v júni a júli dosiahla vysoké 4,0 %, a to predovšetkým v dôsledku vývoja cien energií a potravín. V prostredí rastúcich inflačných rizík a relatívneho nedostatku pracovných síl sa zvýšilo riziko sekundárnych účinkov. Tempo rastu peňažnej zásoby bolo navyše stále vysoké, aj keď oproti vysokým hodnotám zaznamenaným v druhom polroku 2007 začalo postupne klesať. V snahe obmedziť inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu a zaistiť, aby boli dlhodobé inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni definície cenovej stability podľa ECB, Rada guvernérov v júli 2008 zvýšila minimálnu akceptovateľnú sadzbu hlavných refinančných operácií o 25 bazických bodov na 4,25 %.

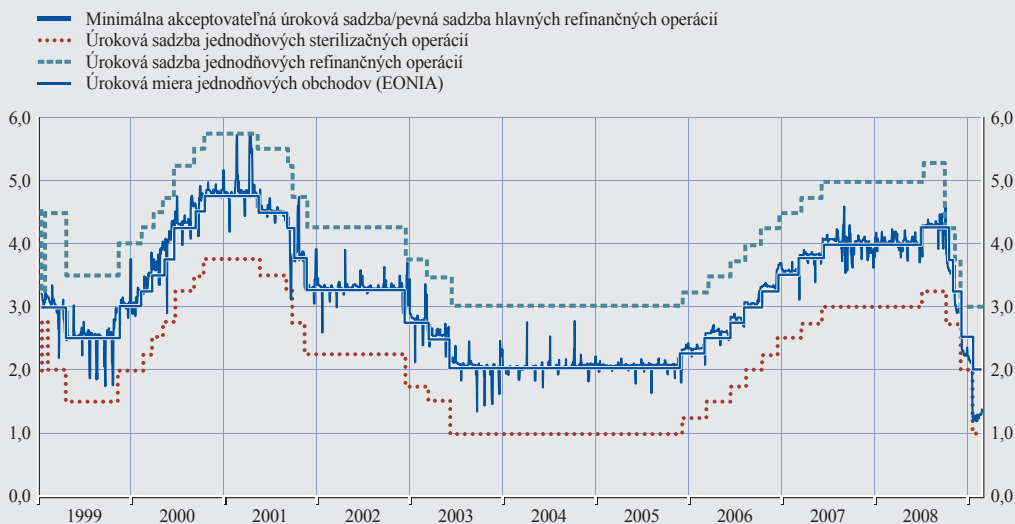
Pokiaľ ide o tretí štvrtrok 2008, z dostupných údajov do polovice septembra vyplývalo, že pretrvávali inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Neistota, pokiaľ ide o perspektívu vývoja hospodárskej aktivity, bola stále výrazná, okrem iného aj v dôsledku veľmi vysokých a nestabilných cien komodít a pretrvávajúceho napätia na finančných trhoch. Celkovo prevládali riziká spomalenia hospodárskeho rastu.

Od polovice septembra 2008 sa turbulencie na finančných trhoch výrazne zintenzívnili, čo spôsobilo závažné zlyhania a výpadky likvidity v mnohých segmentoch finančného trhu a viedlo k výraznému zhoršeniu perspektívy ďalšieho vývoja svetového hospodárstva. V posledných mesiacoch roka tiež výrazne klesla inflácia a oslabili sa inflačné tlaky. V dôsledku poklesu cien komodít, najmä cien ropy, sa ročná miera inflácie HICP v druhej polovici roka znížila, pričom v decembri dosiahla 1,6 %. Pokiaľ ide o menový vývoj, tempo menovej expanzie sa v druhom polroku aj naďalej zmiernovalo, čo tiež podporilo záver o klesajúcich inflačných tlakoch. Za daných okolností bola sadzba hlavných refinančných operácií dňa 8. októbra 2008 znížená o 50 bazických bodov na 3,75 %, a to v rámci koordinovaného postupu viacerých hlavných centrálnych bánk. Sadzba hlavných refinančných operácií bola následne v novembri znížená o ďalších 50 bazických bodov a v decembri o ďalších 75 bazických bodov. Na konci roka bola sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 2,50 % (graf 1).

Rast reálneho HDP v eurozóne bol v prvom polroku stabilný, avšak mierne pod úrovňou trendového vývoja. Vplyv nezvyčajných poveternostných podmienok na stavebnú činnosť viedol k volatilité štvrtročných mier rastu reálneho HDP. V druhom polroku 2008 sa hospodárske podmienky zhoršili, najmä v dôsledku zintenzívnenia napätia na finančných trhoch v polovici septembra. Finančná kríza sa rozšírila do reálneho hospodárstva vo väčšej miere, ako sa pôvodne očakávalo. V treťom štvrtroku reálny HDP v eurozóne medzištvrtročne klesol o 0,2 %, najmä v dôsledku vysokého záporného príspevku čistého salda obchodnej bilancie, ktorý bol spôsobený slabým rastom vývozu v spojení s výrazným zvýšením dovozu. V poslednom štvrtroku bol zaznamenaný rozsiahly útlm hospodárskej aktivity v prostredí zvýšenej neistoty, pričom reálny HDP klesol o ďalších 1,5 %. Reálny HDP eurozóny sa v roku 2008 celkovo zvýšil o 0,8 %, čo je podstatne menej ako v roku 2007, keď vzrástol o 2,7 %.

## Graf I Úrokové sadzby ECB a úrokové miery peňažného trhu

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 27. februára 2009.

Priemerná ročná miera inflácie HICP bola v roku 2008 veľmi vysoká. Dosiahla 3,3 %, čo je najvyššia úroveň od zavedenia eura. V predchádzajúcich rokoch sa pohybovala blízko 2 % (v roku 2007 to bolo napríklad 2,1 %). Miera inflácie predstavovala v januári 3,2 %, pričom v júni a júli dosiahla vysoké 4,0 %. Neskôr znova klesla a v decembri bola na úrovni 1,6 %. Na vývoj inflácie vplýval najmä globálny vývoj cien komodít, predovšetkým cien energií a potravín. Ceny ropy za barel sa zvýšili z približne 100 USD v januári na takmer 150 USD v júli a v decembri klesli na úroveň približne 40 USD. Počas väčšiny roka 2008 miera inflácie výrazne presahovala úroveň definície cenovej stability podľa ECB, a to najmä v dôsledku spomínaného vývoja cien komodít. Rast jednotkových nákladov práce bol aj naďalej výrazný, a to v reakcii na výraznejšie zvyšovanie miezd v podmienkach väčšieho nedostatku pracovných síl a určité sekundárne účinky, ale aj v dôsledku cyklického spomalenia rastu produktivity práce neskôr v priebehu roka. Ku koncu prvého polroka sa objavili známky zvýšenia dlhodobých inflačných očakávaní odvodených z nástrojov finančného trhu, ktoré sa však stratili po júlovom zvýšení úrokových sadzieb a pozorova-

nom obrate vývoja cien komodít, najmä ropy, v dôsledku čoho sa znížili obavy zo vzniku sekundárnych účinkov. Napriek pozorovanému prudkému kolísaniu miery inflácie v dôsledku veľkých zmien v cenách komodít však zostali miery dlhodobých inflačných očakávaní odvodené z prieskumov viac-menej ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, v súlade so strednodobou orientáciou menovej politiky ECB.

Tempo menovej expanzie sa počas roka 2008 zmiernilo, bolo však stále výrazné. Hoci rast menového agregátu M3 mal predovšetkým v prvom polroku tendenciu nadhodnocovať dynamiku trendu menového rastu v dôsledku vplyvu plochého tvaru výnosovej krivky a iných dočasných faktorov, komplexné hodnotenie zložiek a protipoložiek agregátu M3 potvrdilo, že menový rast bol aj naďalej výrazný. Reagujúc na sprísňovanie podmienok financovania a slabšiu hospodársku aktivitu, v priebehu roka sa zmiernil aj rast objemu úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru. V menových údajoch ku koncu roka bolo zjavné zvýšené napätie v rámci finančného systému v dôsledku septembrového zintenzívnenia turbulencií na

finančných trhoch. Pokiaľ ide o vplyv na menové agregáty, výsledkom zvýšeného napätia boli skôr presuny medzi zložkami M3 ako ovplyvnenie samotného M3. Tlmený vývoj rastu objemu úverov na konci roka potvrdil výrazné oslabenie rastu objemu podnikových úverov po dlhom období jeho dynamického rastu. Tento vývoj bol najmä odrazom spomalenia rastu reálnej hospodárskej aktivity, hoci podľa prieskumu bankových úverov uskutočneného Eurosystemom mohli určitú úlohu zohrať aj ponukové faktory. Trendy menového vývoja boli celkovo v súlade so záverom, že inflačné tlaky sa ku koncu roka 2008 oslabili.

#### **INFLAČNÉ TLAKY VIEDLI V JÚLI 2008 K ZVÝŠENIU KĹÚČOVÝCH ÚROKOVÝCH SADZIEB ECB**

V rámci bližšej analýzy menovopolitických rozhodnutí prijatých v roku 2008 možno rok rozdeliť na dve časti: obdobie do leta 2008, keď vtedy dostupné údaje poukazovali na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu, a obdobie po lete, keď z nových údajov vyplývalo, že pretrvávajúce napätie na finančných trhoch a oslabovanie globálnej hospodárskej aktivity má výraznejší vplyv na aktivitu v rámci eurozóny a že inflačné tlaky slabnú.

V prvom polroku bola pre hospodárske podmienky charakteristická vysoká úroveň neistoty v súvislosti s pokračujúcim prehodnocovaním rizika na finančných trhoch a jeho potenciálneho vplyvu na reálne hospodárstvo. Štvrťročný rast sa začal v priebehu roka 2007 zmiernovať. Klesať začali aj ukazovatele dôvery podnikov a spotrebiteľov, avšak začiatkom roka 2008 boli stále na úrovni poukazujúcej na stabilný rast. Vyhliadky hospodárskeho rastu sa mierne znížili, na začiatku roka 2008 však boli naďalej relatívne priaznivé. Podľa očakávaní sa mal oslabiť domáci i zahraničný dopyt, stále však mal prispievať k pokračujúcemu rastu. Očakávalo sa, že rast spotreby napriek tlmiacemu účinku vyšších cien komodít podporí hospodársky rast, v súlade s rastúcou zamestnanosťou, keďže miery nezamestnanosti klesli na najnižšiu úroveň za posledných 25 rokov. Stabilná hospodárska aktivita v rozvíjajúcich sa ekonomikách mala zmierniť prípadný vplyv hospodárskeho

útlmu v USA na zahraničný dopyt po tovaroch a službách z eurozóny a zahraničný dopyt tak mal podľa očakávaní aj naďalej udržateľným tempom podporovať vývoz z eurozóny.

Makroekonomické údaje v prvom polroku naznačovali, že rast reálneho HDP sa zmierni, ale iba nepatrne. Júnové projekcie odborníkov Eurosystemu predpovedali priemerný ročný rast reálneho HDP v rozmedzí od 1,5 % do 2,1 % v roku 2008 a od 1,0 % do 2,0 % v roku 2009. Zatiaľ čo interval projekcií na rok 2008 zostal v dolnej časti intervalu zverejneného v decembri 2007, interval projekcií na rok 2009 bol mierne upravený smerom nadol. Neistota spojená s vyhliadkami hospodárskeho rastu bola značná a podľa úvah prevládali riziká pomalšieho rastu. Riziká súviseli najmä s možnosťou, že vývoj na finančných trhoch bude mať väčší než očakávaný vplyv na podmienky financovania a na hospodársky vývoj, čo by negatívne ovplyvnilo rast svetového hospodárstva i hospodárstva v eurozóne. Ďalšie riziká spomalenia rastu súviseli s rozsahom ďalšieho rastu cien ropy a ďalších komodít, obavami z protekcionistických tlakov, ako aj s možnosťou nesúrodého vývoja v dôsledku globálnej nerovnováhy.

Eurozóna zároveň prechádzala obdobím rastúcich ročných mier inflácie, najmä v dôsledku prudkého rastu cien energií a potravín na celosvetovej úrovni. Ročná miera inflácie HICP bola na začiatku roka 2008 nad úrovňou 3 % a z januárových 3,2 % sa zvýšila na 3,7 % v máji, pričom počas krátko obdobia došlo k výraznému tlaku na zvýšenie celkovej miery inflácie. Rada guvernérov následne v júni konštatovala, že riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte sa ďalej zvýšili. Predpokladalo sa, že inflácia HICP zostane na vysokej úrovni dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Objavili sa tiež známky zvýšenia dlhodobých inflačných očakávaní. Júnové projekcie odborníkov Eurosystemu predpovedali priemernú ročnú mieru inflácie HICP v rozmedzí od 3,2 % do 3,6 % v roku 2008 a od 1,8 % do 3,0 % v roku 2009. Intervaly inflácie na rok 2008 a 2009 teda boli výrazne vyššie ako v predchádzajúcich projekciách, najmä v dôsledku vyšších cien ropy a potravín a zvy-

šujúcich sa inflačných tlakov v sektore služieb. Zároveň prevládala obava, že by rast miezd mohol prevýšiť očakávania, zohľadňujúc vysokú úroveň využitia kapacít, nedostatok pracovných síl a riziko sekundárnych účinkov.

Ročná miera rastu menového agregátu M3 bola napriek určitému zmierneniu stále vysoká. Viacero prechodných faktorov, najmä relatívne plochý tvar výnosovej krivky pritom naznačuje, že rast M3 nadhodnocoval skutočné tempo menovej expanzie. Aj po zohľadnení týchto vplyvov však komplexné hodnotenie menových údajov potvrdilo, že skutočná miera rastu peňažnej zásoby a úverov bola aj naďalej vysoká. Rast objemu úverov domácnostiam sa zmiernil, a to v reakcii na vplyv zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB od decembra 2005 a oslabenie aktivity na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny. Úvery nefinančným spoločnostiam však aj naďalej rástli výrazným tempom.

Za daných okolností Rada guvernérov skonštatovala, že jednoznačne prevládajú inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu a že sa ešte viac zvýšili. Tieto riziká súviseli najmä s možnosťou sekundárnych účinkov na tvorbu miezd a cien, ale aj s možnosťou ďalšieho zvyšovania cien ropy a potravín. K inflačným rizikám patrila aj možnosť vyššieho ako dovtedy predpokladaného zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní. Tento záver potvrdilo aj porovnanie s údajmi o raste peňažnej zásoby a úverov. Vzhľadom na výrazný rast peňažného a úverového agregátu menová analýza potvrdila výsledok ekonomickej analýzy, a to existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Rada guvernérov zdôraznila svoje odhodlanie pevne ukotvovať strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite.

S cieľom zabrániť rozsiahlym sekundárnym účinkom a čeliť rastúcim inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu v strednodobom horizonte sa Rada guvernérov 3. júla 2008 rozhodla zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB

o 25 základných bodov. Od júna 2007 ponechávala sadzby nezmenené, a to v prostredí zvýšenej neistoty v kontexte pretrvávajúceho napätia na finančných trhoch. Rada guvernérov zdôraznila svoje pevné odhodlanie udržiavať strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Tým by sa v strednodobom horizonte zachovala kúpna sila a ďalej podporil udržateľný rast a zamestnanosť v eurozóne.

Čo sa týka tretieho štvrťroka 2008, očakávalo sa, že údaje o raste reálneho HDP zverejnené za druhý štvrťrok 2008 budú podstatne slabšie ako údaje za prvý štvrťrok. Hoci išlo čiastočne o technickú reakciu na výrazný rast zaznamenaný v prvých mesiacoch roka, bol to aj dôsledok oslabenia rastu HDP v reakcii na pomalší rast na globálnej úrovni a tlmiacich účinkov vysokých a nestabilných cien ropy a potravín. Neistota spojená s perspektívou vývoja hospodárskej aktivity bola stále značná, okrem iného aj v dôsledku veľmi vysokých a nestabilných cien komodít a pretrvávajúceho napätia na finančných trhoch. Celkovo naďalej prevládali riziká pomalšieho rastu.

Informácie dostupné v auguste a septembri zároveň potvrdili, že ročná miera inflácie pravdepodobne dlhší čas zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite. Z údajov tiež vyplynulo, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte naďalej ohrozujú inflačné riziká. Inflácia dosiahla v júli rovnako ako predtým v júni 4,0 % a v auguste 3,8 %, vo veľkej miere v dôsledku priamych a nepriamych účinkov predchádzajúceho výrazného rastu cien energií a potravín na globálnej úrovni. Okrem toho sa potvrdilo výrazné zrýchlenie rastu miezd. Pri spomaľujúcom sa raste produktivity práce bolo výsledkom prudké zvýšenie jednotkových nákladov práce.

#### **SLABNÚCE INFLAČNÉ TLAKY VIEDLI V DRUHEJ POLOVICI ROKA 2008 K UVOĽNENIU MENOVEJ POLITIKY**

V septembri došlo k zintenzívneniu napätia na finančných trhoch, pričom hlavnú úlohu zohrávali udalosti na trhoch v Spojených štá-

toch, najmä po bankrote Lehman Brothers dňa 15. septembra. Tieto udalosti viedli k značnej volatilitate vo všetkých segmentoch finančného trhu, nízkej úrovni likvidity vo viacerých trhových segmentoch, výraznej reštrukturalizácii vo viacerých významných finančných inštitúciách, finančnej kríze na Islande a rozšíreniu finančnej nákazy do ďalších krajín, a prijatiu bezprecedentných opatrení zo strany vlád. Turbulencie na finančných trhoch tiež spôsobili výrazné zvýšenie averzie voči rizikám. Túto skutočnosť bolo vidieť napríklad v značnom zvýšení spreadov podnikových a štátnych dlhopisov, čo malo podstatný vplyv na oslabenie reálnej ekonomiky. Rada guvernérov na svojom zasadnutí 2. októbra podrobne prediskutovala nedávne zintenzívnenie napätia na finančných trhoch a jeho možný vplyv na hospodársku aktivitu a infláciu, pričom potvrdila mimoriadne vysokú úroveň neistoty vyplývajúcej z nedávneho vývoja. V čase, keď svetové hospodárstvo ako celok pociťovalo negatívne účinky tohto dlhého a intenzívneho obdobia finančných turbulencií, sa oslabovala aj hospodárska aktivita v eurozóne.

Inflačné tlaky sa začali v eurozóne i vo viacerých ďalších hlavných svetových ekonomikách zmiernovať, najmä v dôsledku výrazného poklesu cien energií a ďalších komodít. Inflačné očakávania klesli a vrátili sa na úroveň zodpovedajúcu definícii cenovej stability podľa ECB. Zvýšením rizík spomalenia hospodárskeho rastu zintenzívnenie finančnej krízy tiež znížilo inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu.

V rámci koordinovaného postupu Bank of Canada, Bank of England, ECB, Federálny rezervný systém, Sveriges Riksbank a Swiss National Bank dňa 8. októbra oznámili zníženie úrokových sadzieb. Rada guvernérov ECB v tejto súvislosti znížila kľúčové úrokové sadzby ECB o 50 bázických bodov, potvrdzujúc, že inflačné riziká v eurozóne sa v poslednom čase znížili a inflačné tlaky sa začali zmiernovať. Rada guvernérov tiež prijala dve dočasné opatrenia na podporu výkonu menovej politiky – zúžila koridor tvorený sadzbami automatických operácií a oznámila spôsob rea-

lizácie tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia.

Napätie sa v čoraz väčšej miere rozširovalo z finančného sektora do reálnej ekonomiky a z vyspelých ekonomík do rozvíjajúcich sa ekonomík. Vyhladky rastu svetového hospodárstva sa výrazne zhoršili, čo znamenalo zníženie zahraničného dopytu s negatívnym vplyvom na hospodársku aktivitu v eurozóne. Pokles ukazovateľov dôvery podnikov zaznamenaný už od polovice roka 2007 sa zrýchlil a každý mesiac zaznamenával nové historické minimá. Pre posledný štvrťrok bol charakteristický rozsiahly hospodársky útlm a vysoká úroveň neistoty, a vlády oznámili prijatie mimoriadnych stimulačných opatrení. Prichádzajúce informácie o aktuálnom hospodárskom vývoji potvrdili pesimistickejší scenár, ktorý bol predovšetkým dôsledkom naplnenia v minulosti identifikovaných rizík vyplývajúcich z napätia na finančných trhoch. Očakávalo sa, že globálny hospodársky útlm a veľmi slabý domáci dopyt budú trvať aj v ďalších štvrťrokoch. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2008 poukázali na to, že vyhladky ďalšieho vývoja sa výrazne zhoršili. Podľa týchto projekcií by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť -1,0 % až 0,0 % v roku 2009 a 0,5 % až 1,5 % v roku 2010. V porovnaní s predchádzajúcimi projekciami ide o výrazné revízie projektovaných hodnôt smerom nadol. Vyhladky hospodárskeho rastu aj naďalej sprevádzala výnimočne vysoká neistota a stále prevládali riziká spomalenia hospodárskeho rastu.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná inflácia HICP výrazne klesla – v novembri dosiahla 2,1 %, pričom v októbri predstavovala 3,2 % a v septembri 3,6 %. Miery inflácie mali naďalej klesať aj v ďalších mesiacoch. Bolo pravdepodobné, že rastúca intenzita a rozsah turbulencií na finančných trhoch spôsobia dlhodobejší útlm dopytu v eurozóne i vo svete. V takomto prostredí sa vzhľadom na výrazný pokles cien komodít v posledných mesiacoch očakávalo aj zmiernenie cenových, nákladových a mzdových tlakov v eurozóne. Podľa projekcií odborníkov Eurosystemu z decembra 2008 mala ročná inflá-

cia HICP dosahovať 1,1 % až 1,7 % v roku 2009 a 1,5 % až 2,1 % v roku 2010. V prípade roku 2009 išlo v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami o výrazné revízie projektovaných hodnôt smerom nadol, najmä v dôsledku pozorovaného vysokého poklesu cien komodít a vplyvu slabnúceho dopytu. Riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom, z hľadiska menovej politiky relevantnom horizonte sa považovali za vyváženejšie ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, údaje dostupné ku koncu roka 2008 potvrdili, že ročná miera rastu peňažného a úverového agregátu sa naďalej znižovala, hoci bola stále na vysokej úrovni. Rast napätia na finančných trhoch pozorovaný od polovice septembra sa považoval za potenciálny zlom v menovom vývoji, pričom údaje o vývoji peňažnej zásoby a úverov za október potvrdili výrazný vplyv na správanie sa účastníkov trhu. V novembri sa však objavili určité známky návratu k trendu menového vývoja z obdobia pred bankrotom Lehman Brothers. Menový agregát M3 a predovšetkým jeho zložky, ktoré sú najužšie späté s pokračujúcim finančným napätím, ako napr. investície do nástrojov peňažného trhu, celkovo vykazovali v posledných mesiacoch roka 2008 značnú medzimesačnú volatilitu. Avšak odhliadnuc od tejto volatility sa tempo rastu peňažnej zásoby, ktoré v roku 2007 dosahovalo maximálne hodnoty, aj naďalej postupne spomaľovalo. Zintenzívňovanie napätia na finančných trhoch pozorované od septembra 2008 však viedlo k značnej substitúcii medzi jednotlivými zložkami menového agregátu M3. Menová analýza tiež poukázala na pokračujúce zmierňovanie rastu objemu úverov nefinančnému súkromnému sektoru. Do decembra bol tento vývoj do značnej miery spôsobený znížením objemu úverov poskytovaných domácnostiam, najmä na kúpu nehnuteľností na bývanie, ale na konci roka bol zaznamenaný aj jednoznačný pokles tempa rastu objemu úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam. Tento tlmený vývoj úverov je pravdepodobne najmä dôsledkom spomalenia rastu reálnej hospodárskej aktivity, hoci prieskum bankových úverov uskutočnený

Eurosystémom naznačuje, že určitú úlohu zohrávajú aj ponukové faktory. Zvýšenú úroveň napätia vo finančnom systéme opäť potvrdili aj menové údaje dostupné ku koncu roka. Trendy menového vývoja celkovo potvrdili záver, že inflačné tlaky aj naďalej klesajú.

Táto revízia vyhládok vývoja hospodárskej aktivity a teda aj inflácie bola dôvodom na podstatné uvoľnenie menovej politiky. Na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy sa Rada guvernérov na svojom zasadnutí 6. novembra rozhodla znížiť kľúčové úrokové sadzby ECB o ďalších 50 bázických bodov, keďže sa z dôvodu naplnenia rizík spomalenia hospodárskeho rastu znížili inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Na svojom zasadnutí 4. decembra 2008 sa Rada guvernérov rozhodla znížiť kľúčové úrokové sadzby ECB o ďalších 75 bázických bodov. Dôkazy, ktoré sú k dispozícii od jej posledného zasadnutia potvrdili ďalší pokles inflačných tlakov a čo sa týka ďalšieho vývoja, miery inflácie by mali byť v období relevantnom z hľadiska menovej politiky na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite.

## 2 MENOVÝ, FINANČNÝ A HOSPODÁRSKY VÝVOJ

### 2.1 GLOBÁLNE MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE

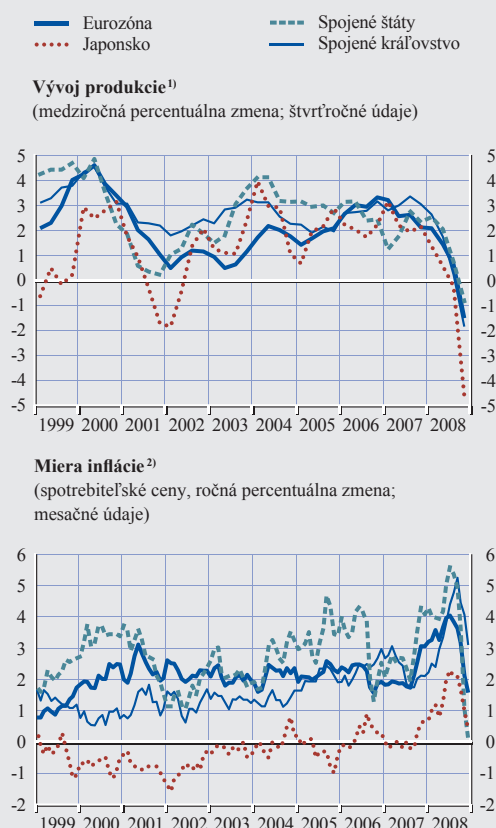
#### VPLYV TURBULENCIÍ NA FINANČNÝCH TRHOCH NA GLOBÁLNU AKTIVITU

Turbulencie na finančných trhoch sa v roku 2008 zintenzívnili, dosiahli rozsah nezaznamenaný za posledné desaťročia a v druhej polovici roka významnou mierou ovplyvňovali reálne hospodárstvo. V prvom polroku sa hospodárske oslabenie v Spojených štátoch rozšírilo aj mimo sektora nehnuteľností a nepriaznivá situácia na finančných trhoch sa podpísala pod klesajúci rast hospodárstva najväčších vyspelých ekonomík. Globálnu hospodársku aktivitu aj naďalej podporovala relatívne vysoká odolnosť hospodárstva rozvíjajúcich sa ekonomík. Od polovice septembra, keď finančná kríza v dôsledku bankrotu veľkých amerických investičných bánk a zlej situácie viacerých dôležitých subjektov v globálnom finančnom systéme kulminovala, sa výzvy pre hospodársku aktivitu zintenzívnili. Kvôli prepadávajúcej sa dôvere spotrebiteľov a podnikov, horším úverovým podmienkam vo svete a negatívne mu vplyvu klesajúcich cien rezidenčných nehnuteľností a akcií na bohatstvo sa hospodárske podmienky vo svete prudko zhoršili. Napriek rozsiahlym a doposiaľ nevídaným opatreniam prijatým vládami a centrálnymi bankami na celom svete, ktorých cieľom bolo obmedziť systémové riziká a prinavrátiť finančnú stabilitu, turbulencie na finančných trhoch spôsobili všeobecné globálne spomalenie, ktoré znásobilo nepriaznivé vzájomné väzby medzi finančnou krízou a reálnou hospodárskou aktivitou. Do konca roka sa väčšina rozvinutých ekonomík ocitla na pokraji hospodárskej recesie. Spomalenie ekonomiky sa navyše začalo rýchlejšie šíriť aj do rozvíjajúcich sa krajín. Hospodárske podmienky sa rýchlo zhoršili najmä v krajinách s veľkými zahraničnými a domácimi nerovnováhami. V malých otvorených ekonomikách sa vo veľmi krátkom časovom období výrazne spomalil hospodársky rast.

Vývoj svetovej inflácie zásadne ovplyvnili prudké výkyvy cien komodít a globálnych hospodárskych podmienok. Globálne inflačné tlaky sa v prvom polroku zvyšovali. V kra-

jinách OECD bola v júli 2008 zaznamenaná rekordná ročná miera celkovej inflácie na úrovni 4,8 %. Spôsobili ju najmä rastúce ceny potravín a energií. Cena ropy Brent dosiahla 11. júla 2008 svoje historické maximum 147,5 USD za barel. Rozvíjajúce sa ekonomiky, v ktorých je podiel potravín na spotrebiteľskom koši vyšší, zaznamenali ešte silnejšie inflačné tlaky. V druhej polovici roka však došlo v súvislosti s globálnym hospodárskym spomalením k zásadnému obratu vo vývoji cien komodít a inflácia vo svete začala klesať. Ceny ropy sa v druhej polovici roka prudko prepadli a na konci roka 2008 dosahovali úroveň okolo 40 USD za barel. Ročná miera inflácie v krajinách OECD sa

**Graf 2a Hlavné ukazovatele vývoja vo významných priemyselných krajinách**



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

1) Za eurozónu a Spojené kráľovstvo sú použité údaje Eurostatu, za Spojené štáty a Japonsko národné údaje. Údaje o HDP sú očistené od sezónnych vplyvov.

2) HICP za eurozónu a Spojené kráľovstvo, CPI za Spojené štáty a Japonsko.

po maxime dosiahnutom v júli postupne znížila na decembrových 1,5 %. Spotrebiteľské ceny bez potravín a energií sa v decembri medziročne zvýšili o 2,0 %.

### **SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ**

Hospodárska aktivita v Spojených štátoch amerických sa v roku 2008 významne oslabil a reálny HDP vzrástol za celý rok o 1,1 %. Napriek rastu zaznamenanému v prvej polovici roka, pod ktorý sa čiastočne podpísali dočasné podporné fiškálne opatrenia a zahraničný obchod, stupňujúca sa kríza na finančných trhoch, nepriaznivé úverové podmienky a slabší zahraničný dopyt prispeli k všeobecnému poklesu výroby v druhom polroku 2008. Súkromnú spotrebu nepriaznivo ovplyvnila zhoršujúca sa spotrebiteľská nálada a podmienky na trhu práce, a tiež pokles bohatstva domácností vyvolaný poklesom cien nehnuteľností na bývanie a hodnoty akcií. V rovnakom období sa znížil aj objem podnikateľských investícií, a to z dôvodu klesajúcej ziskovosti podnikov, horších úverových podmienok a zhoršujúceho sa výhľadu vývoja dopytu. Najhoršie na hospodárstvo vplývala pokračujúca korekcia na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ktorá sa v dôsledku turbulencií na finančných trhoch ešte zintenzívnila. Pokles objemu investícií do rezidenčných nehnuteľností znížil rast HDP v roku 2008 o 0,9 percentuálneho bodu. K rastu počas roka 2008 najväčšou mierou prispieval zahraničný obchod, ktorý odrážal vysoký zahraničný dopyt zo začiatku roka a oneskorený vplyv oslabovania amerického dolára v minulosti. Pozitívny vplyv obchodu však do konca roka pominul, keďže prudké hospodárske spomalenie u mnohých obchodných partnerov Spojených štátov spôsobilo pokles zahraničného dopytu a vývozu. Aj napriek tomu sa však deficit bežného účtu znížil z 5,3 % HDP v roku 2007 na priemerných 5,0 % v prvých troch štvrtrokoch 2008. Nebyť vyšších cien ropy a ostatných komodít v tomto období, ktoré zvýšili priemernú hodnotu dovážaných tovarov v porovnaní s predchádzajúcim rokom, toto zlepšenie mohlo byť ešte výraznejšie.

Pokiaľ ide o vývoj cien v Spojených štátoch v roku 2008, priemerné ročné tempo rastu

indexu spotrebiteľských cien (CPI) bolo 3,8 % v porovnaní s 2,9 % v predchádzajúcom roku. Celková inflácia sa najmä v dôsledku volatility cien ropy a iných komodít pohybovala v širšom rozpätí ako obvykle. Inflácia CPI dosahovala v prvej polovici roka 2008 zvýšené hodnoty a kvôli rýchlo rastúcim cenám energií dosiahla v júli maximum na úrovni 5,6 %. Do konca roka sa tempo rastu CPI výrazne znížilo na decembrových 0,1 %, a to v dôsledku prudkého prepadu cien komodít a výraznejšieho spomalovania hospodárstva v súvislosti s prehlbujúcou sa recesiou. Ročná miera inflácie CPI bez potravín a energií v roku 2008 dosiahla 2,3 % (bez zmeny oproti roku 2007). Klesajúci trend počas väčšiny roka odrážal do určitej miery spomalenie v položke nákladov na bývanie vo vlastnom obydľí.

Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Markets Committee – FOMC) Federálneho rezervného systému znížil do konca roka cieľ pre sadzbu federálnych fondov v porovnaní so začiatkom roka 2008 z 4,25 % na rozpätie od 0,0 % do 0,25 %. Na zasadnutí v decembri 2008 výbor vyjadril očakávanie, že slabé hospodárske podmienky zaručia na určitý čas výnimočne nízke hodnoty hlavnej sadzby menovej politiky. V súvislosti so zhoršujúcimi sa podmienkami FOMC predstavil niekoľko programov, ktorých cieľom je zvýšiť likviditu a podporiť finančné trhy.

Pokiaľ ide o fiškálnu politiku, deficit federálneho rozpočtu na fiškálny rok 2008, ktorý sa začal v októbri 2007, sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom prehlbil. Spôsobil to najmä výpadok daňových príjmov v dôsledku oslabeného hospodárstva a vyššie vládne výdavky v súvislosti s prijatými podpornými fiškálnymi opatreniami. Podľa odhadov rozpočtového úradu Kongresu deficit federálneho rozpočtu vo fiškálnom roku 2008 predstavoval 3,2 % HDP.

### **JAPONSKO**

Hospodárska expanzia v Japonsku sa v roku 2008 prudko zastavila, keď mierne tempo rastu v prvom štvrtroku vystriedal významný pokles celkovej produkcie. Vysoký zahraničný dopyt



a domáce investície prispeli k vysokému rastu HDP v prvom štvrtroku. Podstatný pokles čistého vývozu a objemu podnikateľských investícií, ktoré boli v predchádzajúcich rokoch motorom oživenia japonskej ekonomiky, ako aj obmedzená spotreba v dôsledku rastúcej neistoty na trhu práce a klesajúcich reálnych príjmov však zmazali rast z prvého štvrtroku a až do konca roka spôsobovali negatívne tempo rastu HDP. Inflácia spotrebiteľských cien sa v prvej polovici roka značne zrýchlila až na júlových 2,3 %, no neskôr zvolnila tempo na decembrových 0,4 %. Zatiaľ čo bankový sektor v Japonsku bol relatívne odolný voči turbulenciám na globálnom finančnom trhu, výrazné straty na akciovom trhu a zhoršujúca sa situácia na finančných trhoch nepriaznivo ovplyvnili v druhej polovici roka podnikateľské investície a spotrebu. Silné posilnenie japonského jenu v efektívnom vyjadrení vyvolalo tlak na znižovanie ziskovosti a investícií v exportne orientovaných odvetviach priemyslu. V súvislosti s prudko sa zhoršujúcimi hospodárskymi podmienkami Bank of Japan na svojich zasadnutiach 31. októbra a 19. decembra 2008 rozhodla po prvý raz od februára 2007 o znížení cieľa pre jednodňovú nekolateralizovanú sadzbu kumulatívne o 40 bázických bodov na 0,1 %.

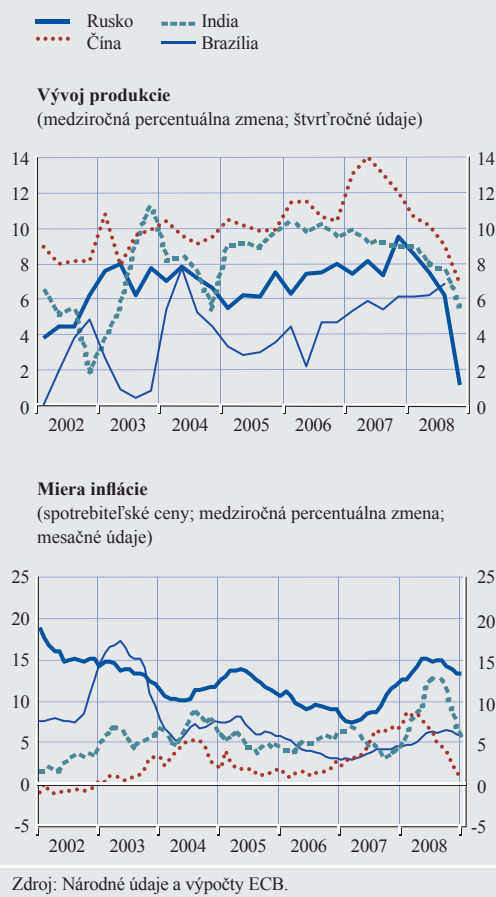
### ROZVÍJAJÚCE SA KRAJINY ÁZIE

Hospodárska aktivita v rozvíjajúcich sa krajinách Ázie sa počas roka 2008 postupne spomaľovala. Vzhľadom na hospodársky úpadok a nepriaznivé finančné podmienky vo svete sa tempo rastu vývozu v druhej polovici roka prudko spomalilo najmä v malých otvorených ekonomikách ako Singapur, Taiwan a Hongkong. Celkové spomalenie hospodárskej aktivity zapríčinil aj slabnúci domáci dopyt, pod ktorý sa podpísala klesajúca dôvera spotrebiteľov a podnikov a pokles objemu investícií do nehnuteľností.

Rast cien komodít a potravín viedol v mnohých krajinách v prvej polovici roka k vyššej inflácii spotrebiteľských cien. V niektorých štátoch sa preto znížila kúpna sila spotrebiteľov a klesla spotreba. Inflačné tlaky však v druhej polovici roka začali v dôsledku výrazného poklesu cien ropy a potravinových výrobkov slabnúť. Vďaka

relatívne zdravému makroekonomickému základu týchto krajín a ich obmedzenej priamej angažovanosti voči derivátom súvisiacim s rizikovými hypotékami, do polovice septembra bol v ich prípade badateľný iba slabý vplyv turbulencií na finančných trhoch na hospodársku aktivitu. Zásadný posun v averzii voči riziku a prudký obrat k znižovaniu zadlženosti na globálnej úrovni však následne spôsobili hromadné predaje na akciových trhoch a prudké oslabovanie miestnych mien vo väčšine rozvíjajúcich sa krajín Ázie. Volatilita finančných trhov bola v jednotlivých krajinách rôzna. Jej vplyv na Čínu bol miernejší vďaka relatívne zatvorenému a menej rozvinutému čínskemu finančnému systému, zatiaľ čo v Kórei a Indonézii bola zaznamenaná pomerne veľká volatilita finančných

**Graf 2b Hlavné ukazovatele vývoja vo významných rozvíjajúcich sa ekonomikách**



trhov z dôvodu obáv z vysokej miery domácej zadlženosti, resp. klesajúcich cien komodít.

Čo sa týka čínskeho hospodárstva, tempo rastu reálneho HDP sa znížilo z 13 % v roku 2007 na 9 % v roku 2008. Hospodárske spomalenie spôsobili tak zahraničné, ako aj domáce faktory. Vzhľadom na prebytok obchodnej bilancie a prílev peňazí v očakávaní stabilného zhodnocovania výmenného kurzu a na pozitívny diferenciál úrokových sadzieb do septembra 2008, devízové rezervy pokračovali v raste a v roku 2008 dosiahli 1,9 bilióna USD. Inflácia spotrebiteľských cien dosiahla vo februári maximum na úrovni 8,7 %, no neskôr sa v súvislosti so stabilizáciou cien domácich potravín výrazne znížila. V septembri, keď sa inflácia znížila, no vplyv globálnej finančnej krízy naďalej rástol, čínske orgány prijali opatrenia na podporu hospodárskeho rastu. Centrálna banka Číny začala uvoľňovať nastavenie menovej politiky: jednoročné referenčné sadzby z úverov a vkladov znížila päťkrát, resp. štyrikrát, celkovo o 216, resp. 189 bázických bodov, a objem povinných minimálnych rezerv znížila v závislosti od inštitúcie o 200 až 400 bázických bodov. V poslednom štvrtroku sa skončilo aj obdobie stabilného zhodnocovania čínskeho jüanu voči americkému doláru.

### LATINSKÁ AMERIKA

Hospodárstvo Latinskej Ameriky v prvom polroku 2008 rástlo rýchlym tempom (približne o 5 % v Južnej Amerike, no iba o 2,1 % v Mexiku), zatiaľ čo už zvýšené inflačné tlaky počas roka ďalej rástli, pričom miera inflácie v regióne sa v roku 2008 zvýšila v porovnaní s rokom 2007 zo 6,1 % na 8,7 %. Krajiny s pevnými, resp. kvázi pevnými výmennými kurzmi zaznamenali vyššiu mieru inflácie než krajiny s režimom inflačného cielenia. Lepšie makroekonomické fundamente, vysoké ceny komodít a silný domáci dopyt podporovali perspektívy hospodárskeho rastu aj v prvom polroku 2008, no zároveň spôsobovali nárast inflačných tlakov. Od polovice septembra 2008 sa však externé finančné podmienky začali s príchodom globálnej finančnej krízy zhoršovať. Rozšírili sa predovšetkým spready z omeškania pri úverových swapoch na

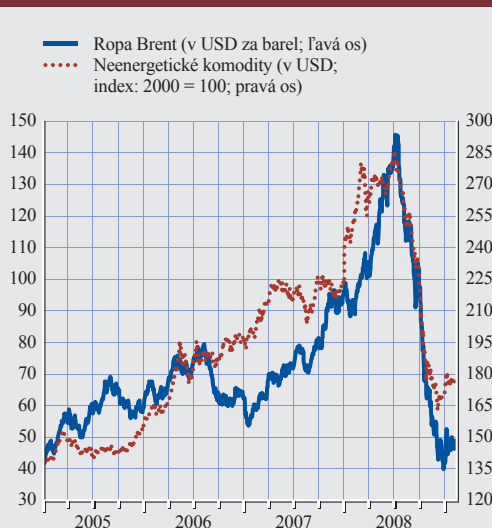
štátny dlh latinskoamerických krajín, a to najmä Argentíny a Venezuely (do konca roka o približne 4 000, resp. 3 000 bázických bodov). Okrem toho sa oslabili meny oproti americkému doláru, akciové trhy sa počas roka prepadli o približne 50 % a vznikol nedostatok likvidity. Problém nedostatku likvidity bol najvypuklejší v Brazílii a Mexiku, kde veľké odlevy ovplyvnili celý finančný systém v regióne.

### PRUDKÝ POKLES CIEN KOMODÍT V DRUHOM POLROKU 2008

Vývoj cien komodít priťahoval v roku 2008 veľkú pozornosť. Ceny ropy v prvom polroku pokračovali v prudkom raste a 11. júla dosiahli maximum na úrovni 147,5 USD za barel ropy Brent (graf 3). Následne začali ceny ropy klesať, pričom klesajúci trend znásobili aj turbulencie na finančných trhoch. Na konci roka 2008 stál barel ropy 39,5 USD. V eurovom vyjadrení ide približne o rovnakú úroveň ako v decembri 2004. Priemerná cena ropy Brent za celý rok bola 98,3 USD, čo bolo o 35 % viac ako bol priemer v predchádzajúcom roku.

Prvú polovicu roka charakterizovali veľmi nepriaznivé podmienky na trhu s ropou. Čo sa

Graf 3 Hlavné ukazovatele vývoja na komoditných trhoch



Zdroj: Bloomberg a Hamburg Institute of International Economics.

týka ponuky, ukazovateľ ponuky mimo zoskupenia OPEC bol opakovane nižší, ako sa očakávalo. Tento vývoj prinútil OPEC zvýšiť ťažbu s cieľom uspokojiť dopyt. To výrazne znížilo rezervy členských krajín OPEC a začali rásť obavy z možných výpadkov v ponuke v dôsledku geopolitických udalostí. Na druhej strane dopyt rástol rýchlym tempom. Zatiaľ čo v krajinách OECD vyššie ceny spôsobili zníženie dopytu, v rozvíjajúcich sa krajinách bol objem dovezenej ropy vďaka silnému hospodárskemu rastu a vládnym dotáciami vysoký. Zásoby v krajinách OECD preto klesli a ceny veľmi citlivo reagovali na akékoľvek správy alebo špekulácie o nepriaznivom pomere ponuky a dopytu.

V polovici júla sa zásoby ropy v Spojených štátoch začali nepredvídane zvyšovať, čo spôsobilo následnú korekciu cien. Pokles ešte znásobili turbulencie na finančných trhoch a ich dopad na globálne perspektívy hospodárskeho vývoja. Prognózy dopytu boli preto zásadne upravené smerom nadol, a to aj v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík. S cieľom stabilizovať ceny OPEC rozhodol o výraznom znížení ťažby.

Aj ceny neenergetických komodít vykazovali počas roka vysokú mieru volatility (graf 3). Index sa v prvom štvrtroku 2008 najmä v dôsledku rastu cien poľnohospodárskych komodít prudko posilnil, no neskôr sa vývoj upravil. Na pokles cien energií zareagovali aj ceny neenergetických komodít, pričom turbulencie na finančných trhoch ovplyvnili predovšetkým ceny kovov. Celkovo ceny neenergetických komodít (v amerických dolároch) vzrástli v roku 2008 v porovnaní s predchádzajúcim rokom v priemere o približne 14 %.

## 2.2 MENOVÝ A FINANČNÝ VÝVOJ

### TEMPO RASTU PEŇAŽNEJ ZÁSOBY SA POČAS ROKA SPOMALOVALO, NAPRIEK TOMU VŠAK ZOSTÁVA VYSOKÉ

Tempo rastu peňažnej zásoby a úverov v eurozóne, ktoré dosiahlo maximum v štvrtom štvrtroku 2007, sa počas roka 2008 spomalilo. Toto spomalenie sa prejavuje poklesom ročných

mier rastu širokého menového agregátu M3 i objemu úverov PFI súkromnému sektoru, ktoré v decembri 2008 klesli na 7,3 %, resp. 5,8 %, čo je podstatne menej ako 11,5 % a 11,2 %, ktoré sa zaznamenali rok predtým (graf 4).

I napriek postupnému poklesu zostal rast M3 v roku 2008 vysoký. To čiastočne odzrkadľuje efekt vyplývajúci z relatívne plochej výnosovej krivky, ktorá stimulovala k presunom od dlhodobějších aktív ku krátkodobjším peňažným nástrojom (konkrétne k termínovaným vkladom PFI), ktoré ponúkali podobnú úroveň úročenia, ale boli vystavené menšiemu riziku. Nie je však pravdepodobné, že po znormálnovaní sklonu výnosovej krivky budú tieto efekty naďalej pôsobiť. Po zohľadnení týchto a ďalších dočasných efektov v rámci komplexnej analýzy údajov o menovom vývoji však vidno, že trendová miera rastu peňažnej zásoby na konci roka zostala naďalej vysoká, ako sa odzrkadľuje napríklad vo vysokom raste vkladov domácností.

Spomalenie rastu peňažnej zásoby a úverov počas roka 2008 vo veľkej miere odrážalo vplyv predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb, vo všeobecnosti prísnejších podmienok financovania.

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

(ročná percentuálna zmena; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

vania a spomalenia hospodárskej aktivity. Hoci v príslušných obdobiach mali vtedajšie napätia na finančných trhoch významný vplyv na tieto konkrétne zložky a protipoložky menového agregátu M3, ktoré najviac súviseli s povahou problémov na finančných trhoch (napr. držba akcií/podielových listov fondov peňažného trhu), tieto problémy celkovo nemali za násle-

dok výrazné výkyvy v trende spomaľovania rastu peňažnej zásoby a úverov. Z výsledkov prieskumu Eurosystemu zameraného na úverovú aktivitu bánk vyplýva, že v priebehu roka sa podmienky poskytovania úverov postupne sprísňovali. Podrobnejšia analýza vplyvu, ktorý turbulencie na finančných trhoch mali na menovú analýzu vo vzťahu k eurozóne, je v boxe 1.

## Box 1

### VPLYV NAPÄTIA NA FINANČNÝCH TRHOCH NA MENOVÝ VÝVOJ

Napätie na finančných trhoch, ktoré sa začalo v auguste 2007 malo veľký vplyv na krátkodobý vývoj niektorých položiek súvahy PFI, čo v mnohých prípadoch viedlo k výrazne vyššej volatilita a zmenám smerovania rastu. V boxe sa uvádzajú príklady takýchto viditeľných efektov v jednotlivých fázach obdobia napätia na finančných trhoch. Pritom sa rozlišujú tri širšie fázy, a to fáza, keď sa napätie na finančných trhoch začalo; ide o obdobie od augusta 2007 do februára 2008 (vrátane neistôt, ktoré prevládali koncom roka 2007), fáza od marca 2008 do polovice septembra 2008, a fáza začínajúca sa v polovici septembra 2008, v ktorej sa napätia ďalej zvýšili.

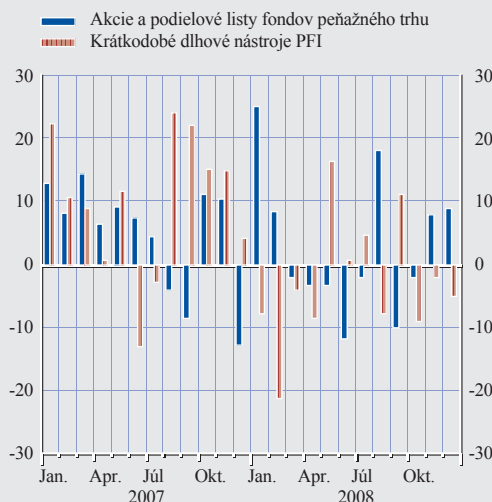
#### Viditeľné efekty na zložky M3

Jasným príkladom viditeľného vplyvu napätia na finančných trhoch na zložky menového agregátu M3 sú účinky tohto napätia na obchodovateľné nástroje, ako sú akcie/podielové listy fondov peňažného trhu alebo krátkodobé dlhové cenné papiere PFI. Volatilita mesačných tokov do a z týchto nástrojov sa zvýšila, pričom sa dali rozoznať obdobia prílevov a odlevov (graf A). Zvýšená volatilita sa zaznamenala súčasne so značným poklesom ročnej miery rastu týchto nástrojov.

Nárasty neistoty zaznamenané počas prvej fázy napätia na finančných trhoch sa odrazili v značnom odleve peňazí z podielových fondov peňažného trhu už na samom začiatku obdobia, v ktorom sa toto napätie začalo prejavovať, a to tak v auguste 2007, ako aj v decembri 2007. K tejto neistote prispievali obavy z toho, že niektoré podielové fondy peňažného trhu eurozóny mohli investovať do cenných papierov krytých aktívami (ABS). Tento odlev finančných prostriedkov sa však v nasledujúcich mesiacoch zastavil a v januári 2008 sa naopak zaznamenal najväčší prílev od vzniku

**Graf A** Mesačné toky do a z akcií/podielových listov fondov peňažného trhu a krátkodobých dlhových nástrojov PFI

(v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

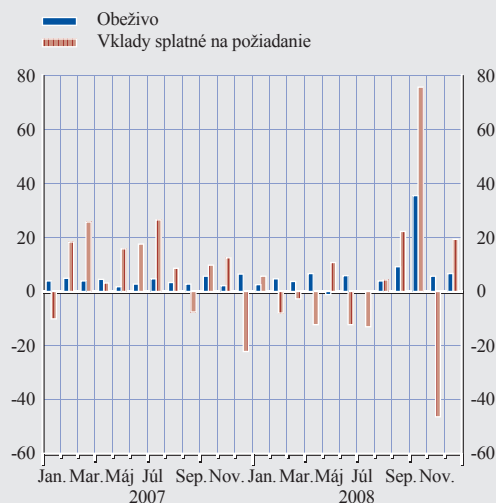
hospodárskej a menovej únie. V druhej fáze boli mesačné toky väčšinou negatívne, ale celkový odlev viac-menej vyvážil veľký prílev v auguste, tesne pred zintenzívnením napätia na finančných trhoch. V tretej fáze sa potom v septembri a októbri zaznamenal odlev, ktorý bol na rozdiel od odlevu v prvej fáze spôsobený zvýšenou neochotou podstupovať riziko spojené s investovaním do podielových fondov peňažného trhu, ku ktorému v značnej miere prispel kolaps banky Lehman Brothers a straty, ktoré utrpeli podielové fondy peňažného trhu v Spojených štátoch investujúce do amerických „commercial papers“. K zhoršeniu situácie prispela aj skutočnosť, že finančné správanie bánk viedlo k presmerovaniu finančných prostriedkov od podielových fondov peňažného trhu k priaznivejšie úročeným bankovým vkladom. V posledných dvoch mesiacoch roka 2008 sa opäť zaznamenali kladné toky, a to aj napriek tomu, že vládami ohlásené zvýšené krytie systémov ochrany vkladov sa nevzťahuje na podielové fondy peňažného trhu, čo naznačovalo, že obavy rezidentov eurozóny z možného zlyhania týchto fondov postupne doznievali.

Vývoj v oblasti krátkodobých dlhových cenných papierov so splatnosťou do dvoch rokov bol do určitej miery zrkadlovým obrazom vývoja podielových fondov peňažného trhu, čo znamená, že celkový účinok na krátkodobější vývoj širších menových agregátov sa obmedzil. To možno vysvetliť najmä atraktívnym úročením krátkodobých dlhových cenných papierov, čo mohlo viesť inštitucionálnych investorov k ich držbe ako náhrady za podiely/akcie fondov peňažného trhu, nakoľko tieto fondy sa považovali za väčšmi ohrozené úverovým rizikom svojich zmluvných strán. V druhej fáze sa obavy spojené s úverovým rizikom zmluvných strán postupne presmerovali k úverovým inštitúciám a prejavili sa v tom, že účastníci trhu oveľa menej investovali do krátkodobých dlhových cenných papierov PFI. V tretej fáze sa v septembri zaznamenal veľký prílev do dlhových cenných papierov, ale v posledných troch mesiacoch roka 2008 mesačné toky nadobudli zápornú hodnotu, čo bolo odrazom neochoty sektora držiaceho peniaze investovať do týchto nástrojov.

Na rozdiel od obchodovateľných nástrojov bol vplyv na ostatné zložky M3 menej zreteľný. Vplyv na M1 sa prejavil len v tretej fáze krízy, keď kolaps banky Lehman Brothers spôsobil rastúce obavy vo vzťahu k stabilite bankových systémov a mal za následok značné výbery hotovosti z bánk eurozóny (graf B). V októbri 2008 bol objem obeživa približne o 35 mld. € vyšší ako v predchádzajúcich mesiacoch. Toky sa v novembri a decembri opäť znormalizovali, hoci nedošlo k zvratu októbrového nárastu, čo naznačuje, že veľký podiel dodatočného objemu peňazí v obehú môže vo veľkej miere odrážať dopyt nerezidentov. Podobný vývoj sa zaznamenal v prípade vkladov splatných na požiadanie, keď v októbri došlo k veľkému prílevu, nakoľko veľká neistota viedla držiteľov peňazí k tomu, aby vkladali svoje prostriedky do vysoko likvidných vkladov. V tejto súvislosti sa vklady splatné na požiadanie využívali na prechodné uloženie finanč-

**Graf B Mesačné prílevy a odlevy obeživa a vkladov splatných na požiadanie**

(v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

ných prostriedkov pochádzajúcich z iných typov vkladov alebo získaných z predaja dlhodobých dlhových cenných papierov a akcií. K zmene tohto prílevu došlo v novembri potom, keď vlády oznámili opatrenia na podporu bankových systémov a investori začali opäť zohľadňovať úroky, ktoré im prostriedky priniesú. V decembri sa zaznamenalo obnovenie tokov, ale tieto toky mohli jednoducho signalizovať želanie držiteľov peňazí – osobitne nepeňažných finančných sprostredkovateľov iných ako poisťovne a penzijné spoločnosti (OFS) – mať na prelome rokov v držbe likvidné aktíva.

### Viditeľné efekty na protipoložky M3

Z pohľadu na protipoložky M3 vidno, že dynamika celkového úveru súkromnému sektoru sa v dôsledku napätia na finančných trhoch výrazne nezmenila. Pri podrobnejšom členení sú však zmeny viditeľnejšie.

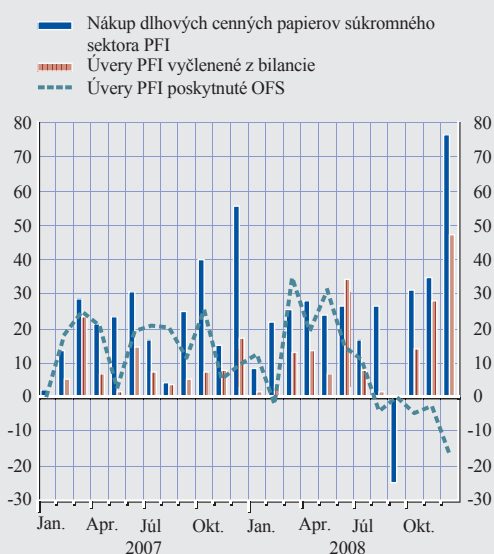
Konkrétne bol tok úverov OFI v prvej fáze napätia na finančných trhoch výrazný. Odrážal skutočnosť, že bankami účelovo vytvorené inštitúcie klasifikované ako OFI čelili rastúcej neochote vkladat' do nich prostriedky, a preto čerpali úverové linky, ktoré im poskytli sponzorské banky (graf C). Tento tok zostal významný aj počas väčšej časti druhej fázy. Je však pravdepodobné, že v narastajúcej miere odrážal krátkodobé potreby investičných fondov zabezpečiť si finančné prostriedky a vytvoriť si rezervnú likviditu. Zatiaľ čo počas prvej fázy PFI financovali svoje účelové inštitúcie v sektore OFI priamo prostredníctvom úverov, v druhej fáze zabezpečovali toto financovanie nákupom dlhových cenných papierov týchto účelových inštitúcií. Stále častejšie sa to dialo prostredníctvom sekuritizačných operácií, v rámci ktorých PFI predali časť svojich úverových portfólií účelovo vytvoreným subjektom a odkúpili späť podkladové cenné papiere, aby ich mohli použiť ako kolaterál pri operáciách v rámci Eurosystemu. To

malo za následok zníženie príspevku úverov k expanzii celkového úveru PFI a zodpovedajúce zvýšenie príspevku dlhových cenných papierov. V tretej fáze napätia na finančných trhoch boli sekuritizačné operácie a ich vplyv na bilanciu PFI ešte významnejšie, pretože PFI v rastúcej miere využívali dlhové cenné papiere na získanie likvidity od Eurosystemu. V tom istom čase došlo k poklesu poskytovania úverov OFI v dôsledku poklesu sprostredkovania v súvislosti so spomalením reálnych aktivít.

Veľký počet sekuritizačných operácií, najmä v druhej a tretej fáze napätia na finančných trhoch, mal vplyv aj na dynamiku úverov súkromnému sektoru (najmä na úvery domácnostiam), keďže vyňatie sekuritizovaných úverov z vykazovania znížilo toky úverov v čistom vyjadrení až o 35 mld. € mesačne. To poukazuje na celkovo výraznejší pokles dostupnosti financovania pre nefinančný súkromný sektor, k čomu v skutočnosti aj došlo. Napriek klesa-

**Graf C** Mesačné toky úverov OFS, dlhových cenných papierov zakúpených PFI a úverov PFI vyčlenených z bilancie

(v mld. EUR; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

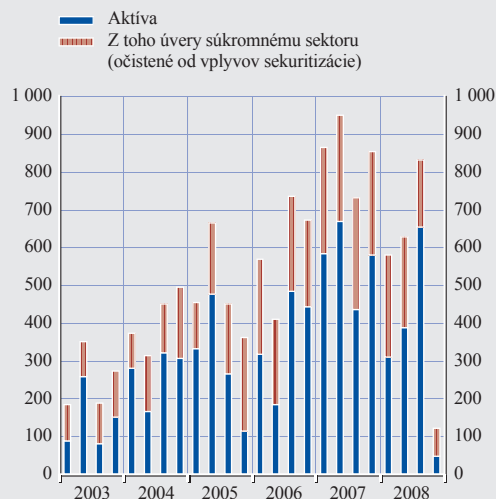
júcej miere rastu úverov súkromnému sektoru bol ich podiel na zmenách prílevu a odlevu celkových aktív PFI zvyčajne stabilný. Volatilita tokov aktív PFI bola spôsobená najmä aktívami inými ako úvery poskytnuté súkromnému sektoru (graf D). To sa však počas posledných dvoch mesiacov roka zmenilo, keď sa zaznamenal odlev aktív úverových inštitúcií, pričom v decembri boli toky úverov poskytnutých súkromnému sektoru negatívne, a to aj po očistení od vplyvu sekuritizačných operácií. To by sa dalo vysvetliť väčším ústupom od dlhového financovania koncom roka v snahe opticky si vylepšiť bilancie.

### Záver

Obdobie napätia na finančných trhoch malo za následok výrazné krátkodobé pohyby určitých zložiek širokých menových a úverových agregátov. V dôsledku toho sa extrahovanie trendov menového vývoja, relevantných z hľadiska menovej politiky, stalo náročnejšie; zároveň však poskytlo zaujímavý pohľad na situáciu vo finančnom sektore a prístup nefinančného sektora k financovaniu.

**Graf D Držba aktív úverových inštitúcií a úvery súkromnému sektoru**

(štvrtročné toky; v mld. EUR; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

### ZVÝŠENIE NAPÄTIA NA FINANČNÝCH TRHOCH V POLOVICI SEPTEMBRA OVPLYVNILO MENOVÝ VÝVOJ

Vývoj na finančných trhoch po krachu banky Lehman Brothers v polovici septembra viedol k zmenám správania bankového sektora a sektora držiaceho peniaze. Vzhľadom na skutočnosť, že zintenzívnenie turbulencií na finančných trhoch môže mať vplyv na ceny aktív, celkový majetok, finančné inštitúcie a dôveru, súvaha PFI môže byť ovplyvnená rozličnými cestami s rozdielnou intenzitou a s rozličnými časovými sklzmi. Zintenzívnenie napätia na finančných trhoch by mohlo napríklad podnietiť portfóliové presuny medzi peňažnými a nepeňažnými aktívami a medzi jednotlivými peňažnými nástrojmi. Preto je veľmi ťažké predvídať celkový vplyv.

Z údajov, ktoré boli dostupné do decembra 2008 vyplýva, že zhoršenie napätia na finančných trhoch viedlo k významným presunom

medzi jednotlivými zložkami peňažnej zásoby. Napríklad toky do agregátu M1 sa počas septembra a októbra výrazne zvýšili, čo bolo odrazom uprednostňovania likvidných aktív za existencie finančnej neistoty (vrátane neistoty pokiaľ ide o stav bankového sektora), čo viedlo k zvratu v celkovo klesajúcom trende agregátu M1. Celkový vplyv na rast agregátu M3 však bol relatívne malý, najmä ak sa očistí od medzimesačnej volatility. Aj keď banky boli nútené využívať rôzne mechanizmy financovania (čo sa odrazilo v objeme ich emisií a držby dlhových cenných papierov), je len málo známkou poukazujúcich na to, že by od polovice septembra došlo k prudkej zmene v oblasti poskytovania bankových úverov svedčiacej o tom, že došlo k zhoršeniu dostupnosti bankových úverov súkromnému nefinančnému sektoru, hoci vývoj v jednotlivých mesiacoch sa odvtedy spomalil. Výsledky prieskumu Eurosystemu zameraného na úverovú aktivitu bánk však poukazujú na to, že podmienky poskytovania úverov sa postupne sprísňujú.

### VÝVOJ ZLOŽIEK M3 BOL OVPLYVNEŇ NĀJMĀ PLOCHOU VÝNOSOVOU KRIVKOU

Na strane zložiek sa ročné tempo rastu agregátu M1 naďalej spomaľovalo až do tretieho štvrťroku 2008, pričom v auguste dosiahlo hodnotu 0,2 %, ktorá je podstatne nižšia, ako hodnota približne 6 %, ktorá sa zaznamenala v štvrtom štvrťroku 2007. Toto spomalenie bolo spôsobené najmä vývojom vkladov splatných na požiadanie, pri ktorých sa v treťom štvrťroku zaznamenali záporné ročné toky. Rast agre-

gátu M1 bol v roku 2008 naďalej ovplyvnený najmä tlmiacim efektom zvýšenia oportunitných nákladov držby agregátu M1 súvisiacim s rastom úrokových mier od decembra 2005. Tento efekt bol pravdepodobne čiastočne kompenzovaný záujmom o držbu agregátu M1 ako rezervy v dôsledku turbulencií na finančných trhoch. Zdá sa však, že po zvýšení napätia na finančných trhoch došlo od polovice septembra k určitému obnoveniu tempa rastu držby agregátu M1 (box 2).

#### Box 2

### VÝVOJ NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY V KONTEXTE TURBULENCÍ NA FINANČNÝCH TRHOCH

Finančné turbulencie, ktoré sa začali v auguste 2007, pokračovali v roku 2008, a potom sa v jeseni zintenzívnili, priniesli pre fungovanie medzibankového peňažného trhu a riadenie likvidity Eurosystemom značné problémy. V tomto boxe sa opisuje vývoj v hlavných segmentoch peňažného trhu eurozóny v roku 2008, dáva sa do vzťahu vývoj na globálnych finančných trhoch a podložené faktory, a vysvetľujú sa rozhodnutia Eurosystemu týkajúce sa riadenia likvidity, prijaté v dôsledku napätia na týchto trhoch.

#### Korene krízy

V auguste 2007 vstúpil globálny finančný systém do obdobia výrazných turbulencií, ktoré sa začali najmä dopadom, ktorý mal rastúci počet prípadov nesplácania tzv. rizikových hypoték v Spojených štátoch na oceňovanie širšej triedy cenných papierov krytých hypotékami. Zložitosť a neprehľadnosť štruktúrovaných cenných papierov spolu s častou absenciou trhovej ceny týchto nástrojov spôsobili, že tieto produkty sa ťažko oceňovali, čo malo nepriaznivý vplyv na hodnotenie celkovej bilancie bánk. Presnejšie povedané, investori sa odvracali od štruktúrovaných investičných spoločností a účelovo zriadených inštitúcií, ktoré využívali cenné papiere kryté aktívami (typu ABS) pochádzajúce zo sekuritizácie rizikových hypoték v Spojených štátoch, a strácali záujem vlastníť alebo automaticky predlžovať splatnosť cenných papierov typu ABS, ktoré vydali tieto špeciálne investičné spoločnosti. V dôsledku toho boli banky vystavené riziku, že budú musieť vrátiť tieto špeciálne investičné spoločnosti späť do svojich bilancií a/alebo poskytnúť financovanie štruktúrovaným investičným spoločnostiam a účelovo vytvoreným inštitúciám vydávajúcim cenné papiere typu ABS. Keďže sa banky stále viac obávali o svoju likviditu a bilancie, boli čoraz menej ochotné poskytovať finančné prostriedky iným bankám. Zložitosť a netransparentnosť mnohých takýchto produktov zvýšili neochotu bánk podieľať sa na medzibankových transakciách jednak preto, že banky mali pochybnosti o dôveryhodnosti svojich prípadných zmluvných strán, a jednak preto, že banky nemali istotu pokiaľ išlo o ich vlastnú rizikovú angažovanosť (v oblasti kapitálu a likvidity) vo vzťahu k ich vlastným štruktúrovaným investičným spoločnostiam a účelovo zriadeným inštitúciám. V dôsledku toho začali banky hromadiť likviditu a došlo k jej poklesu na medzibankovom peňažnom trhu, a následne k narušeniu fungovania najmä trhov s dlhodobými nezabezpečenými vkladmi (z dôvodu obáv



bánk z možnej rizikovej angažovanosti zmluvných strán), trhov so zabezpečovacími prevodmi aktív neštátnych subjektov, trhov s „commercial papers“ a trhov s devízovými swapmi.

Odvtedy sa síce dosiahol značný pokrok v oblasti odhaľovania a oceňovania rizikových angažovaností spojených s komplexne štruktúrovanými cennými papiermi, ktoré boli v centre trhových turbulencií, ale naďalej prevláda neistota prameniaca z obáv investorov a finančných inštitúcií na celom svete zo strát, ktoré nakoniec utrpia. Preto v rokoch 2007 a 2008 prevládala na peňažných trhoch napätosť.

### Vývoj krízy v roku 2008

Pri spätnom hodnotení vývoja na peňažných trhoch v roku 2008 je vhodné rok rozdeliť na štyri obdobia, a to na obdobia od januára do februára, od marca do júna, od júna do septembra a od septembra do konca roka. Za každé z týchto období uvádza box hlavné iniciačné faktory, reakcie trhu a opatrenia ECB.

#### Obdobie od januára do februára 2008

Prvé obdobie zahŕňa prvé dva mesiace roka 2008, počas ktorých sa na peňažnom trhu eurozóny nevyskytli žiadne významnejšie rušivé udalosti. Nezabezpečené peňažné trhy boli však aj naďalej volatilné. Úrokové miery na týchto trhoch vo všeobecnosti klesali z maximálnych hodnôt zaznamenaných na konci roka 2007, po doznení efektov konca roka (graf 9). Úrokové miery zabezpečených nástrojov zostali prevažne stabilné, nakoľko menová politika ECB zostala nezmenená. Z toho dôvodu sa rozpätie medzi úrokovými mierami zabezpečených a nezabezpečených nástrojov peňažného trhu vo všeobecnosti zúžilo (graf 10).

V roku 2008 ECB naďalej zdôrazňovala, že jej rozhodnutia menovej politiky a riadenie likvidity v záujme plynulého fungovania trhov sú od seba oddelené. ECB pokračovala v tomto období vo svojej politike pridelovania likvidity nad referenčnú hodnotu vo svojich hlavných refinančných operáciách, pričom sa snažila o dosiahnutie vyváženej situácie na konci udržiavacích periód. ECB okrem toho predĺžila splatnosť svojich operácií, zvýšila objemy pridelované v rámci dlhodobějších refinančných operácií na úkor hlavných refinančných operácií s cieľom dosiahnuť vyrovnanú situáciu na termínovaných peňažných trhoch, a na konci udržiavacej periódy uskutočnila doladovacie operácie na vyrovnanie výkyvov v stave likvidity. ECB v plnom rozsahu využívala flexibilitu, ktorú jej umožňuje

**Graf A Úrokové sadzby ECB a úrokové miery jednodňových obchodov**

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: ECB, Bloomberg a Reuters.

rámec výkonu menovej politiky. Rámec likvidity sa nezmenil do septembra. V dôsledku toho sa EONIA pohybovala v blízkosti minimálnej akceptovateľnej sadzby pre hlavné refinančné operácie, aj keď bola pomerne volatilná (graf A).

### **Obdobie od marca do júna 2008**

Po kolapse banky Bear Stearns z polovice marca, jednej z najväčších investičných bánk a obchodníkov s cennými papiermi v Spojených štátoch, sa začalo ďalšie obdobie trhového napätia. Dôvodom boli obavy z ďalších bankových strát, zhoršovania makroekonomického prostredia a zvyšovania cien ropy. To trvalo približne do polovice júna. Počas tohto obdobia úrokové miery nezabezpečených nástrojov peňažného trhu výrazne vzrástli, najmä dlhodobejšie. Tento vývoj čiastočne odzrkadľoval zvýšené napätie na peňažných trhoch, najmä v oblasti dlhších splatností, ako aj zvýšené očakávania účastníkov trhu vo vzťahu k budúceму vývoju kľúčových úrokových sadzieb ECB, ktoré sa v tom čase výraznejšie dotýkali druhého polroka 2008, a preto mali väčší vplyv na dlhodobejšie sadzby. Úrokové miery zabezpečených nástrojov boli aj naďalej vo všeobecnosti stabilné, čo malo za následok, že rozpätia medzi úrokovými mierami zabezpečených a nezabezpečených nástrojov opäť ovplyvňovalo najmä správanie nezabezpečených úrokových mier. V tomto období sa zaznamenala väčšia volatilita úrokovej miery EONIA a zvýšená potreba likvidity poskytovanej Eurosystemom, o čom svedčia vyššie limitné sadzby v hlavných refinančných operáciách. Pokračovanie v opatreniach Eurosystemu na dodávanie likvidity umožnilo tieto potreby vo veľkej miere uspokojiť.

### **Obdobie od júna do septembra 2008**

Obdobie od polovice júna do polovice septembra 2008 bolo vo všeobecnosti obdobím trhovej stability. Ďalšie udalosti, ktoré súviseli s finančnou stabilitou v ostatných významných ekonomikách (napr. prevzatie vládou sponzorovaných spoločností Fannie Mae a Freddie Mac vládou Spojených štátov dňa 7. septembra), nevyvolali žiadne nepokoje na peňažných trhoch. Trhy s nezabezpečenými nástrojmi boli stabilnejšie, aj keď boli stále pod tlakom, pričom na trhoch so zabezpečenými nástrojmi sa zaznamenalo mierne zvýšenie úrokových mier v súlade s rozhodnutím Rady guvernérov zo dňa 3. júla o zvýšení minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavne refinančné operácie na 4,25 %. V dôsledku toho sa rozpätie medzi úrokovými sadzbami nezabezpečených a zabezpečených nástrojov zúžilo, pokiaľ ide o trojmesačný horizont, ale nedosiahlo nízke úrovne z januára a februára. Obdobie od júla do začiatku septembra prinieslo úrokovú mieru EONIA nízku volatilitu, ale na začiatku septembra, pred udalosťami v jeho polovici, sa napätie opäť prejavilo.

### **Obdobie od septembra 2008 do konca roka**

V polovici septembra sa začalo nepokojnejšie obdobie, ktoré výrazne ovplyvnilo správanie peňažných trhov do konca roka. Uprostred septembra sa obnovilo napätie, ktoré dosiahlo doteraz nepoznanú úroveň, keď v priebehu niekoľkých dní sa trhy stali svedkami predaja banky Merrill Lynch a konkurzu banky Lehman Brothers (t. j. dvoch zo štyroch zostávajúcich globálnych investičných bánk), poskytnutia núdzovej likvidity najväčšej americkej poisťovni, spoločnosti AIG, vládou Spojených štátov, a zatvorenia spoločnosti Washington Mutual, najväčšej sporiteľne a úverovej banky, federálnymi orgánmi dohľadu Spojených štátov. V októbri bolo stále viac cítiť, že napätie sa rozšírilo aj do eurozóny, zatiaľ čo peňažné trhy utrpeli ďalšiu ranu

v podobe prudkého prepadu akciových trhov uprostred zhoršujúceho sa makroekonomického prostredia.

Napätie na trhoch sa výrazne zvýšilo a prémie za úverové riziko sa zvýšili na úroveň, aká sa v období zhoršovania nepokojov na finančných trhoch ešte nezaznamenala. Úrokové sadzby nezabezpečených nástrojov peňažného trhu, najmä v prípade krátkych splatností, sa prudko zvýšili po páde banky Lehman Brothers, keďže vplyv pádu tejto banky mal kaskádový efekt na bankový systém eurozóny. Implikovaná volatilita odvodená z opcií na trojmesačné termínované obchody EURIBOR, ktorá od marca do septembra zaznamenala dlhšie obdobie poklesu, sa uprostred septembra prudko zvýšila a v októbri dosiahla dovedy nezaznamenanú úroveň (graf B).

Na náhle zintenzívnenie turbulencií reagoval Eurosystem rýchlo a rozhodne. Rada guvernérov prijala niekoľko dočasných zmien svojho implementačného rámca, ktoré boli zamerané najmä na posilnenie jej sprostredkovateľskej funkcie a na upokojovanie trhov vo vzťahu k rizikám spojeným s likviditou. Konkrétne dňa 8. októbra Eurosystem prijal výnimočné rozhodnutie, že bude dočasne uskutočňovať svoje hlavné refinančné operácie vo forme tendrov s pevnou sadzbou rovnou sadzbe v hlavných refinančných operáciách a s pridelovaním prostriedkov v plnej výške, a že zúži koridor tvorený automatickými operáciami okolo úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie z 200 bázických bodov na 100 bázických bodov (toto rozhodnutie bolo dňa 18. decembra zrušené s účinnosťou od 21. januára 2009). Okrem toho dňa 15. októbra Eurosystem rozhodol o predĺžení poskytovania dlhodobiejšieho refinancovania do prvého štvrtroka 2009, ako aj o rozšírení svojho kolaterálového rámca. Vlády eurozóny zároveň vynakladali koordinované úsilie na podporu solventnosti bánk.

V dôsledku toho od októbra úrokové miery nezabezpečených nástrojov opäť klesli, pričom začali dramaticky klesať na úroveň nižšiu než úrovne zaznamenané začiatkom roka. K tomuto poklesu prispeli očakávania ďalšieho znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB v nasledujúcich mesiacoch. Implikovaná volatilita odvodená z opcií na trojmesačné termínované obchody EURIBOR mala tiež tendenciu klesať, i keď zostala na úrovni omnoho vyššej v porovnaní s úrovňou, ktorú sa zaznamenala do septembra.

Výrazný, doteraz nezaznamenaný rast sa zaznamenal v prípade rozpätia medzi trojmesačnými úrokovými mierami zabezpečených a nezabezpečených nástrojov trhu v týždňoch nasledujúcich po konkurze banky Lehman Brothers. Počas tohto obdobia sa úrokové sadzby zabezpečených

**Graf B Implikovaná volatilita odvodená z opcií na trojmesačné futures EURIBOR splatné v marci 2009**

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



Zdroj: Bloomberg, Reuters a výpočty ECB.  
Poznámka: Bázické body sú násobkom implikovanej volatility v percentách a príslušnej úrokovej miery (podrobnejšie v boxe „Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rates futures“ v Mesačnom bulletinu ECB z mája 2002).

a nezabezpečených nástrojov peňažného trhu pohybovali opačným smerom, pričom úrokové sadzby zabezpečených nástrojov klesali veľmi rýchlo v očakávaní ďalšieho znižovania kľúčových úrokových sadzieb menovej politiky. Tento prudký pokles úrokových sadzieb zabezpečených nástrojov pokračoval od konca októbra do konca roka v súlade so znižovaním kľúčových úrokových sadzieb ECB a očakávaniami ich ďalšieho znižovania. Skutočnosť, že od konca októbra sa zaznamenal pokles úrokových sadzieb tak v prípade zabezpečených, ako aj nezabezpečených nástrojov peňažného trhu znamenala, že rozpätie zostalo pomerne veľké a volatilné.

Napokon, čo sa týka veľmi krátkych splatností, turbulencie na peňažných trhoch v období od septembra do októbra mali za následok dramatický nárast dopytu bánk po likvidite, ako to potvrdil aj značný spread, ktorý vznikol medzi limitnou úrokovou sadzbou a minimálnou akceptovateľnou sadzbou v hlavných refinančných operáciách. To viedlo k dodávaniu štedrých množstiev likvidity Eurosystemom, ktoré mali tendenciu stláčať úrokovú mieru EONIA pod úrokovú sadzbu v hlavných refinančných operáciách. Pred zavedením nového rámca sa tieto poklesy na konci každého udržiavacieho obdobia zmiernili. Po zmenách rámca v polovici októbra a v novembri však mala úroková miera EONIA tendenciu udržiavať sa na úrovni pod pevne stanovenou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie, čo korešpondovalo s veľkým objemom likvidity poskytnutej trhom.

Celkovo boli peňažné trhy eurozóny počas roka 2008 relatívne volatilné a museli sa vyrovnávať s veľkými problémami. Konkrétne v štvrtom štvrtroku sa napätie na finančných trhoch v porovnaní s rokom 2007 výrazne zintenzívnilo v dôsledku nepriaznivých šokov, ktoré postihli bankový a finančný systém. Makroekonomické podmienky sa zároveň postupne zhoršovali a významne zaťažovali už aj tak krehké finančné trhy. Z toho dôvodu bolo napätie na peňažných trhoch v štvrtom štvrtroku 2008 omnoho väčšie a malo dlhotrvajúcejší vplyv na úrokové sadzby peňažného trhu. Tak či onak, Eurosystem zvýšil svoje snahy zabezpečiť, aby účastníci trhu mali prístup k likvidite, čo v kombinácii s vládnymi opatreniami pomohlo predísť ďalšiemu zhoršovaniu situácie v bankovom sektore. Z tohto hľadiska ECB počas roka v plnom rozsahu využívala flexibilitu, ktorú jej umožňoval implementačný rámec, a vo svojich oznámeniach naďalej zdôrazňovala význam separácie menovopolitických rozhodnutí od implementácie refinančnej politiky, v záujme plynulého fungovania trhov. Nastavenie menovej politiky sa orientovalo na dosahovanie cieľa cenovej stability, zatiaľ čo opatrenia na riadenie likvidity boli zamerané na podporu kontinuity a hladkého fungovania peňažných trhov.

V roku 2008 boli krátkodobé vklady iné ako splatné na požiadanie (t. j. M2 - M1) aj naďalej najdynamickejšou zložkou M3. Po neustálom posilňovaní od polovice roka 2004, ktoré pokračovalo – i keď miernejším tempom – aj v prvom polroku 2008, ročná miera rastu krátkodobých vkladov iných ako vklady splatné na požiadanie v druhom polroku klesala, pričom v decembri 2008 dosiahla úroveň 13,3 % (graf 5). Príspevok týchto vkladov k ročnému rastu agregátu M3 sa počas roka 2008 zvyšoval a v treťom štvrtroku dosiahol 7,4 %, čím čiastočne kompenzoval pokles, ktorý sa zaznamenal v ostatných zložkách M3. V štvrtom štvrtroku však stratil

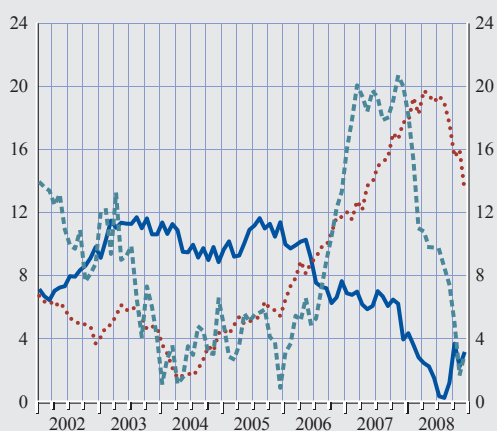
na intenzite, súčasne so znížením miery rastu. Za týmto výrazným rastom sa však skrýva rozdielny vývoj jednotlivých zložiek. Napríklad stále vysoký prílev do krátkodobých termínovaných vkladov (t. j. vkladov s dohodnutou dobou splatnosti do dvoch rokov), ktorých ročná miera rastu stúpila v decembri 2008 približne na 40 %, bol sprevádzaný ďalším poklesom držby vkladov s výpovednou lehotou do troch mesiacov, ktorá počas roka klesla o viac ako 2 %.

Až do štvrtého štvrtroku úročenie krátkodobých termínovaných vkladov v podstate sledovalo rast krátkodobých úrokových mier peňažného

**Graf 5 Hlavné komponenty M3**

(ročná percentuálna zmena; očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)

- M1
- ..... Ostatné krátkodobé vklady (M2 – M1)
- - - - Obchodovateľné nástroje (M3 – M2)

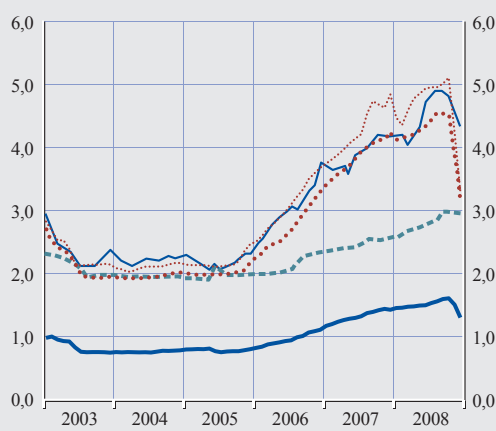


Zdroj: ECB.

**Graf 6 Úrokové miery PFI z krátkodobých vkladov a úroková miera peňažného trhu**

(v % p. a.)

- Vklady splatné na požiadanie
- ..... Vklady s dohodnutou splatnosťou do jedného roka
- - - - Vklady s výpovednou lehotou do troch mesiacov
- Vklady s dohodnutou splatnosťou od jedného roka do dvoch rokov
- ..... Trojmesačná úroková miera EURIBOR



Zdroj: ECB.

trhu. Spread v úročení krátkodobých úsporných vkladov a vkladov splatných na požiadanie sa teda zväčšoval, keďže úročenie týchto vkladov rástlo pomalšie a miernejšie (graf 6). To podporovalo presuny v rámci agregátu M3, konkrétne presuny z agregátu M1 a úsporných vkladov do termínovaných vkladov. Krátkodobé termínované vklady spolu s plochou výnosovou krivkou ponúkajú miery úročenia, ktoré sú podobné ako úročenie dlhodobých aktív. Keďže dlhodobé aktíva sú menej likvidné a ich držba znamená o niečo väčšie riziko, plochá výnosová krivka má tendenciu zvyšovať atraktivnosť presunov prostriedkov nepatriacich do agregátu M3 do peňažných aktív. Zvyšovanie napätia na finančných trhoch v štvrtom štvrtroku ďalej zvýšilo atraktivnosť termínovaných vkladov, pretože banky vynakladali dodatočné úsilie na ich zatraktívnenie v čase, keď bolo problematické získať finančné prostriedky na medzibankových peňažných trhoch, a pretože sa zvýšili bankové záruky za vklady.

Po nepretržitom zvyšovaní ročnej miery rastu obchodovateľných nástrojov (t. j. M3 - M2)

v roku 2007 táto miera rastu počas roka 2008 výrazne poklesla, pričom v novembri dosiahla minimum 1,7 %, potom sa opäť mierne zvýšila a v decembri dosiahla 3 %, čo znamená pokles oproti 20,0 %, ktoré dosiahla v decembri 2007. Vývoj v oblasti týchto nástrojov bol spôsobený najmä značným poklesom ročného tempa rastu akcií/podielových listov fondov peňažného trhu a dlhových cenných papierov so splatnosťou do dvoch rokov. V dôsledku toho podiel obchodovateľných nástrojov na ročnej miere rastu agregátu M3 poklesol a v štvrtom štvrtroku 2008 predstavoval 0,6 percentuálneho bodu, zatiaľ čo v štvrtom štvrtroku 2007 to bolo 2,7 percentuálneho bodu.

### RAST OBJEMU PEŇAZÍ V DRŽBE DOMÁCNOSTÍ ZOSTAL VYSOKÝ

Najširšou agregáciou zložiek M3, za ktoré sú k dispozícii spoľahlivé údaje v sektorovom členení, sú krátkodobé vklady a dohody o spätnom odkúpení (ďalej len „vklady M3“). Celková ročná miera rastu vkladov M3 od domácností dosiahla v decembri 2008 8,8 % (graf 7), čím sa stali sektorom s najvyšším príspevkom

k celkovému rastu vkladov M3. Vzostupný trend miery rastu vkladov M3 od domácností, ktorý sa zaznamenal od polovice roka 2004, teda pokračoval aj v roku 2008, a to i napriek tomu, že vykazoval znaky stabilizácie v súlade s oslabovaním hospodárskej aktivity. Pokračujúci výrazný rast vkladov M3 od domácností – sektorovej zložky, ktorá zahŕňa väčšinu tradičných bankových vkladov, ktoré sú najmenej ovplyvnené finančnými inováciami – podporuje názor, že skutočná miera rastu peňažnej zásoby zostala i na konci roka 2008 naďalej vysoká.

Na rozdiel od toho ročná miera rastu vkladov M3 v držbe nefinančných spoločností počas roka 2008 ďalej klesala, po stabilizácii v polovici roka 2007, a po menšom poklese v druhom polroku 2007; v decembri 2008 dosiahla hodnotu 0,3 % po poklese z hodnoty 11,3 %, ktorú dosiahla v roku 2007. To môže odrážať pokračujúce výrazné zhoršovanie hotovostných tokov nefinančných spoločností, vzhľadom na cyklickú povahu dopytu tohto sektora po peniazoch. Môže to tiež znamenať, že nefinančné spoločnosti využívajú svoje hotovostné toky ako náhradu poklesu rastu úverov. Aj miera rastu vkladov v M3 v držbe OFI vykazovala

v priebehu roka vysokú mieru volatility, ktorá v roku 2008 medziročne poklesla o viac ako 5 percentuálnych bodov a v decembri dosiahla 17,5 %. Ročná miera rastu vkladov M3 v držbe OFI však zostala výraznejšie vyššia ako ročné miery rastu zaznamenané v ostatných sektoroch. To pravdepodobne odráža skutočnosť, že vzhľadom na súčasné finančné prostredie si investičné fondy potrebovali udržať rezervy hotovosti, aby mohli v prípade potreby splatiť vydané podiely. Tieto rezervy mohli rozšíriť aj úvery od materských PFI.

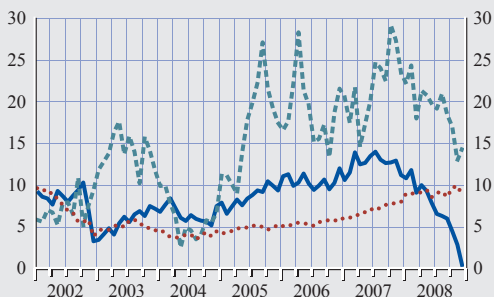
#### RASTU OBJEMU ÚVEROV SÚKROMNÉMU SEKTORU SA SPOMALIL

Po raste v roku 2007 ročná miera rastu úverov PFI poskytnutých rezidentom eurozóny v roku 2008 poklesla, a to z 10,1 % v decembri 2007 na 6,5 % v decembri 2008 (graf 8). Tento vývoj odráža najmä výrazný pokles ročnej miery rastu úverov súkromnému sektoru, zatiaľ čo ročná miera rastu úverov verejnej správy dosiahla kladnú hodnotu. Anualizovaná trojmesačná miera rastu, ktorá je ukazovateľom vývoja v krátkodobej oblasti, klesla výraznejšie, keď sa prepadla z 12,0 % v decembri 2007 na 6,9 % v septembri 2008 a 3,9 % v decembri 2008.

Graf 7 Vklady podľa sektorov

(ročná percentuálna zmena; neočistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)

- Nefinančné spoločnosti
- Domácnosti
- - - OFI

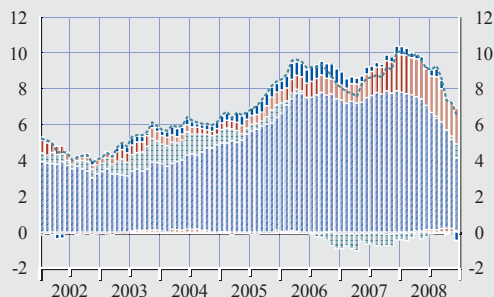


Zdroj: ECB.  
Poznámka: Vykazujúci sektor zahŕňa PFI okrem Eurosystému a ústrednej štátnej správy.

Graf 8 Úvery rezidentom eurozóny

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)

- Akcie a iný majetok
- Cenné papiere súkromného sektora okrem akcií
- Cenné papiere sektora verejnej správy okrem akcií
- Úvery súkromnému sektoru
- Úvery verejnej správy
- - - Úvery rezidentom eurozóny



Zdroj: ECB.  
Poznámka: Vykazujúci sektor zahŕňa PFI okrem Eurosystému.

O niečo sa zvýšili úvery PFI verejnej správe, najmä v druhom polroku, a zatiaľ čo hodnota dlhových cenných papierov verejnej správy v portfóliách PFI na začiatku roka klesla, úvery PFI verejnej správe zaznamenali v poslednom štvrtroku výrazný rast. V tejto súvislosti treba poznamenať, že koncom roka sa zaznamenala určitá volatilita, s poklesom objemu vládnych cenných papierov v držbe sektora PFI v septembri a októbri. Tento pokles súvisí s ústupom úverových inštitúcií od dlhového financovania vzhľadom na likviditu trhov s vládnymi dlhopismi a priaznivý vývoj cien. Tento pokles môže naznačovať, že úverové inštitúcie využívali svoje likvidné aktíva ako zásoby, s cieľom absorbovať tlak na svoje kapitálové pozície a financovanie, aby tak chránili svoje hlavné činnosti založené na obchodných vzťahoch, konkrétne poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam. Údaje za november a december naopak vyjadrujú výrazný nárast držby vládnych dlhových cenných papierov.

Ročná miera rastu objemu úverov PFI súkromnému sektoru zostala začiatkom roka 2008 vysoká, čím pokračovala v trende zaznamenanom v roku 2007, pred poklesom v druhom polroku. Úvery poskytnuté súkromnému sektoru tvorili aj napriek výraznému spomaleniu najväčšiu časť úverov, ktoré PFI poskytli v roku 2008, i keď sa pomaly zvyšoval podiel investícií PFI do cenných papierov iných ako akcie. Toto zvýšenie ich podielu odráža prevažne investície PFI do cenných papierov vydaných OFI v rámci sekuritizácie.

Ročná miera rastu úverov PFI súkromnému sektoru, najväčšej zložky úverov súkromnému sektoru, klesla v štvrtom štvrtroku 2008 na úroveň 7,3 % a v decembri na úroveň 5,8 %, pritom na začiatku roka sa pohybovala na úrovni 11 %. Tento pokles bol v súlade s očakávaným vplyvom zvyšovania úrokových sadzieb bankových úverov od konca roka 2005, pokračujúcim poklesom na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, sprísňovaním úverových podmienok zaznamenaným počas roka a vývojom hospodárskej aktivity vo všeobecnosti. Trojmesačná analizovaná miera rastu sa koncom roka 2008

výrazne znížila, keď sa so zohľadnením vplyvu sekuritizácie prepadla zo 6,8 % v septembri na 2,7 % v decembri.

Celkové spomalenie poskytovania úverov súkromnému sektoru sa týkalo všetkých hlavných sektorov držiteľov peňazí, hoci úroveň zmien sa medzi jednotlivými sektormi líšila. Ročná miera rastu úverov domácnostiam sa výrazne spomalila, pokračovala tak v trende zaznamenanom v roku 2007, zatiaľ čo pokles ročného tempa rastu objemu úverov nefinančným spoločnostiam a nepeňažným finančným sprostredkovateľom bol o niečo menší. V skutočnosti tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam a nepeňažným finančným sprostredkovateľom zaznamenané na konci roka 2008 pokračovalo aj v prvom štvrtroku 2008, pričom do druhého polroka sa nezaznamenal pokles ročnej miery rastu úverov sektoru nefinančných spoločností.

Spomalenie ročnej miery rastu úverov domácnostiam bolo spôsobené najmä poklesom ročnej miery rastu úverov na nákup nehnuteľností na bývanie v dôsledku postupného spomaľovania dynamiky na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie v niekoľkých krajinách eurozóny, ako aj postupného sprísňovania finančných podmienok a vplyvu predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb a zhoršovania hospodárskych vyhládok. Rast úverov zároveň do určitej miery narušovala sekuritizácia. V skutočnosti vplyv sekuritizácie formou skutočného predaja na ročné toky prispel k zníženiu ročnej miery rastu objemu úverov PFI súkromnému sektoru o približne 1,7 percentuálneho bodu zaznamenanému v decembri (tesne nad ročným priemerom). Povaha týchto sekuritizačných činností sa líšila od sekuritizácie pred vypuknutím turbulencií na finančných trhoch, pretože predtým PFI vykazovali sekuritizované aktíva vo svojich vlastných súvahách, aby ich mohli používať ako kolaterál pri operáciách v Eurosysteme. Tak či onak, miera rastu úverov sa počas roka výrazne spomalila, dokonca aj so zohľadnením tejto úpravy.

Ročná miera rastu úverov PFI nefinančným spoločnostiam sa v roku 2008 znížila, i keď v porovnaní s historickými hodnotami zostala

vysoká. Dopyt týchto spoločností po úveroch bol v prvom polroku naďalej vysoký, hoci výsledky prieskumu Eurosystemu zameraného na úverovú aktivitu bánk poukazujú na mierny pokles. Ročná miera rastu objemov úverov nefinančným spoločnostiam začala v druhom polroku 2008 klesať, ale i napriek tomu zostala vysoká. Existujúcu dynamiku týchto úverov možno vysvetliť rozličnými faktormi. Po prvé, skutočnosť, že úvery s dlhodobejšou splatnosťou sú najstabilnejšími zložkami, môže naznačovať, že v dôsledku očakávania budúceho zhoršenia dostupnosti úverov došlo k určitému predzásobovaniu úvermi. Okrem toho to môže odrážať zmenu financovania nefinančných spoločností PFI, a to odklonom od dlhových cenných papierov a príklonom k úverom. Údaje za štvrtý štvrtrok 2008 poukazujú na ďalšie spomalenie krátkodobej dynamiky úverov nefinančným spoločnostiam, ktoré je v súlade s pozíciou v ekonomickom cykle a prísnejšími podmienkami financovania, hoci nemožno vylúčiť, že istú úlohu tu zohrávali i ponukové faktory.

Na záver možno konštatovať, že vývoj úverov v roku 2008 podľa všetkého odrážal značný, i keď klesajúci tok financií od bánk k nefinančným spoločnostiam a domácnostiam; pritom existuje len málo náznakov, že by bol prístup týchto sektorov k bankovým úverom výrazne narušený, dokonca ani potom, ako sa napätia na finančných trhoch uprostred septembra zintenzívnili. Na konci roka sa však zaznamenal významný pokles rastu úverov spoločnostiam. Navyše, z výsledkov prieskumu Eurosystemu zameraného na úverovú aktivitu bánk vyplýva, že došlo k významnému sprísneniu úverových podmienok.

V rámci ostatných protipoložík agregátu M3 sa ročná miera rastu dlhodobejších finančných záväzkov PFI (okrem kapitálu a rezerv) v držbe sektora držiaceho peniaze výrazne spomalila a v štvrtom štvrtroku dosiahla úroveň 1,0 % a v decembri 2008 -0,1 %, v porovnaní s 8,5 % na konci roka 2007. Tento vývoj je obzvlášť relevantný v prípade dvoch zložiek, konkrétne dlhodobejších vkladov a dlhových cenných papierov PFI. Pokles miery rastu držby dlhodobejších

vkladov môže odrážať príklon ku kratším splatnostiam vzhľadom na tvar výnosovej krivky a zintenzívnenie napätia na finančných trhoch, pričom vývoj dlhodobejších dlhových cenných papierov vydaných MFI poukazuje na problémy so získavaním financovania z tohto zdroja.

Čistá pozícia zahraničných aktív sektora PFI prišla v roku 2008 dva odlišné trendy. V prvom polroku sa zaznamenali značné odlevy kapitálu, v priemere viac ako 30 mld. € mesačne, po ktorých v druhom polroku nasledovali menšie prílevy. Tieto odlevy boli pravdepodobne spôsobené veľkým počtom nerezidentov eurozóny predávajúcich aktíva eurozóny (t. j. odklon od aktív eurozóny), zatiaľ čo prílevy odrážajú skutočnosť, že zahraničné pasíva klesali rýchlejšie ako zahraničné aktíva. V dôsledku toho sa ročné prílevy do čistej pozície zahraničných aktív PFI zmenili v priebehu roka 2007 na ročný odlev na začiatku roka 2008. Ročné odlevy dosiahli maximálnu hodnotu v júli, takmer 300 mld. €, a potom začali klesať. Pokračujúce odlevy pravdepodobne odrážajú prebiehajúce nastoľovanie rovnováhy v zahraničných portfóliách, najmä vo vzťahu k zhoršovaniu ekonomických vyhládok v eurozóne a potrebe získať likviditu. Menová prezentácia platobnej bilancie ukazuje, že za ročným odlevom z čistej pozície zahraničných aktív PFI sa skrýva najmä pokles čistých portfóliových investícií do akcií.

#### **NAPÄTIA NA PEŇAŽNOM TRHU SA V DÔSLEDKU TURBULENCIÍ NA FINANČNÝCH TRHOCH ZINTENZÍVNILI**

Potom, ako sa v auguste 2007 začali na finančných trhoch globálne turbulencie, pokračovalo v roku 2008 na eurových peňažných trhoch značné napätie. Objemy medzibankových obchodov boli nízke, najmä pri dlhších splatnostiach, a spready medzi úrokových sadzbami zabezpečených a nezabezpečených nástrojov peňažného trhu boli v porovnaní s historickými údajmi výrazne zvýšené.

Úrokové miery nezabezpečených nástrojov peňažného trhu sa od januára do začiatku októbra zvýšili v celom spektre splatností a potom značne poklesli. Zatiaľ čo v januári 2008 boli



na úrovni 4 %, trojmesačná sadzba EUREPO dosiahla na konci júla a začiatku augusta maximum približne 4,35 %. Potom zostala približne na tejto úrovni do polovice septembra, neskôr začala klesať, a na konci februára 2009 dosiahla úroveň približne 0,94 %. Táto situácia odrážala najmä vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a očakávania trhu v súvislosti s týmito sadzbami (časť 1).

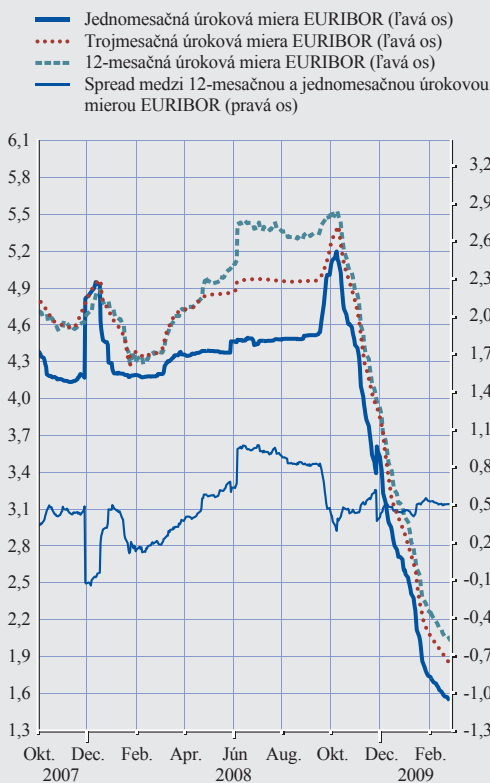
Pri stanovovaní úrokových mier nezabezpečených nástrojov peňažného trhu zohrávali popri vývoji úrokových sadzieb dôležitú úlohu aj zmeny intenzity existujúceho napätia na finančných trhoch a vplyv, ktorý malo toto napätie na úvery a likviditné prémie (box 2). Konkrétnejšie, trojmesačná sadzba EURIBOR sa zvýšila z minimálnej hodnoty 4,29 % zaznamenatej 29. januára na maximálnu hodnotu 5,39 %, ktorú dosiahla 9. októbra. Tento nárast bol obzvlášť výrazný po krachu banky Lehman Brothers v polovici septembra (graf 9). Trojmesačná sadzba EURIBOR potom na konci roka 2008 poklesla na úroveň 2,89 % – v dôsledku nielen očakávaného znižovania úrokových sadzieb menovej politiky, ale aj oznámenia vládnych balíčkov členských štátov na podporu finančných inštitúcií. Na konci februára 2009 bola trojmesačná sadzba EURIBOR na úrovni 1,83 %.

Sklon výnosovej krivky peňažného trhu meraný spreadom dvanásťmesačnej a jednomsačnej úrokovej sadzby EURIBOR vykazoval v priebehu roka 2008 určité známky volatility. Spread sa pohyboval v intervale od 12 bázických bodov v januári 2008 do 97 bázických bodov v júni, potom poklesol, a ku koncu februára 2009 sa stabilizoval na približne 50 bázických bodoch.

Spready medzi úrokovými mierami zabezpečených a nezabezpečených nástrojov peňažného trhu boli veľmi volatilné aj v roku 2008, v historickom porovnaní však boli zvýšené a prevyšovali úrovne zaznamenané v prvých fázach turbulencií na finančných trhoch v druhom polroku 2007. Spready medzi trojmesačnými sadzbami EURIBOR a sadzbami EUREPO sa zvýšili

**Graf 9 Úrokové miery nezabezpečených nástrojov peňažného trhu**

(v % p. a.; denné údaje)



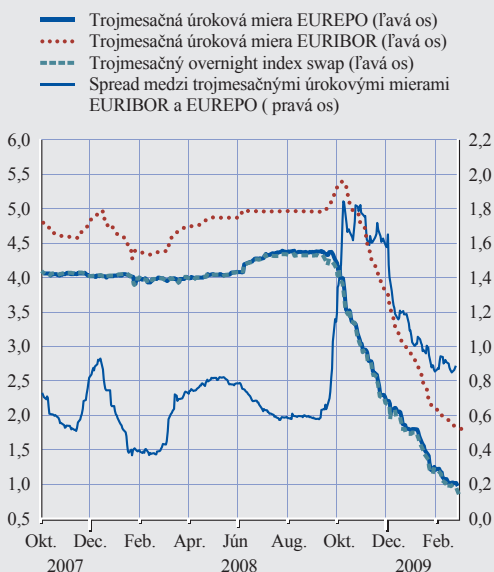
Zdroj: ECB a Reuters.

z približne 40 bázických bodov zaznamenaných v polovici januára 2008 na približne 70 bázických bodov zaznamenaných v marci po prevzatí investičnej banky Bear Stearns bankou JP Morgan Chase. Začiatkom októbra dosiahli maximálnu hodnotu 184 bázických bodov (po krachu banky Lehman Brothers), a potom na konci februára 2009 klesli na približne 90 bázických bodov (graf 10).

V roku 2008 zaznamenala výrazné fluktuácie aj implikovaná volatilita odvodená z opcí na trojmesačné termínované obchody EURIBOR, ktorá odrážala volatilitu podmienok na peňažnom trhu a neistotu spojenú s makroekonomickým výhľadom, a teda aj smerovanie menovej politiky. Tento ukazovateľ volatility úrokových mier (t. j. implikovanej volatility odvodenéj z trojmesačných termínovaných obchodov

**Graf 10 Trojmesačné úrokové miery EUREPO, EURIBOR a overnight index swap**

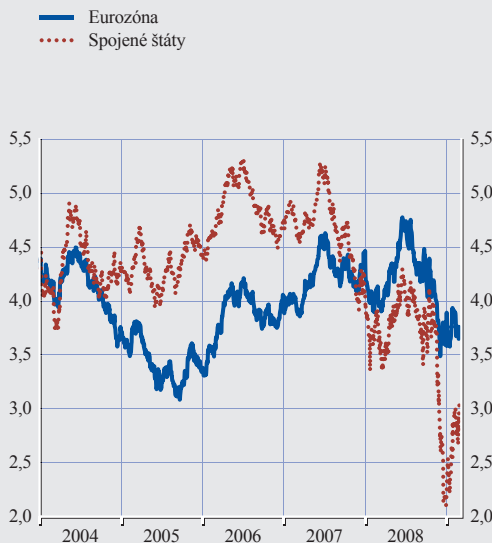
(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: ECB, Bloomberg a Reuters.

**Graf 11 Výnosy dlhodobých vládnych dlhopisov**

(v % p. a.; denné údaje)



Zdroj: Bloomberg, EuroMTS, Reuters a ECB.

Poznámka: Výnosy dlhodobých vládnych dlhopisov eurozóny do januára 2007 predstavovali výnosy 10-ročných dlhopisov alebo dlhopisov s najbližšou dostupnou splatnosťou. Od januára 2007 výnos 10-ročných dlhopisov eurozóny reprezentuje 10-ročný nominálny výnos odvodený od vládnych dlhopisov eurozóny s ratingom AAA.

EURIBOR so splatnosťou v marci 2009) dosiahol maximálnu hodnotu 10. októbra v dôsledku vysokej miery neistoty panujúcej po krachu banky Lehman Brothers.

### POKLES VÝNOSOV VLÁDNYCH DLHOPISOV V OBDOBÍ VYSOKEJ VOLATILITY V ROKU 2008

V roku 2008 sa trhy s vládnymi dlhopismi v eurozóne a vo zvyšku sveta vyznačovali veľkými výkyvmi výnosov spôsobenými priamymi a nepriamymi následkami silnejúcej finančnej krízy. V roku 2008, v prostredí značnej volatility, ktorá sa menila zo dňa na deň, výnosy dlhodobých vládnych dlhopisov v eurozóne a v Spojených štátoch celkovo značne poklesli, odrážajúc tak vo veľkej miere uprednostňovanie vysoko likvidných a bezpečných cenných papierov investormi, výrazné zníženie úrokových sadzieb menovej politiky a napokon náhle trhové revízie výhľadu hospodárskej aktivity a inflácie smerom nadol. Mimoriadna neistota

pokiaľ ide o výsledný vplyv finančnej krízy na budúci stav svetového hospodárstva a následné reakcie menovej politiky sa odrazili vo zvýšenej úrovni skutočnej a očakávanej volatility na trhu s dlhopismi, pričom sa táto neistota investorov prudko zvýšila najmä koncom roka v kontexte silnejúcich finančných tlakov po krachu banky Lehman Brothers. Okrem toho sa v roku 2008 naďalej zväčšovali spready medzi výnosmi dlhodobých vládnych dlhopisov eurozóny a výnosmi dlhodobých nemeckých vládnych dlhopisov; tieto spready boli odrazom rozdielného úverového rizika a rozdielných likviditných prémie (bližšie informácie o vývoji emisií a spreadov výnosov vládnych dlhových cenných papierov eurozóny sú v boxe 6). Na konci roka 2008 výnosy desaťročných vládnych dlhopisov eurozóny a Spojených štátov dosahovali približne úroveň 3,6 %, resp. 2,2 %, čo bolo o 75, resp. 184 bázických bodov menej ako úroveň zaznamenané pred rokom (graf 11).

Udalosti súvisiace so súčasnými finančnými problémami, ich ďalšie stupňovanie od septembra 2008, a ich vplyv na reálnu ekonomiku môžu aspoň sčasti vysvetliť vývoj na hlavných trhoch s dlhopismi. Počas roka 2008 došlo vo finančnom sektore k dramatickým zmenám v dôsledku celého radu šokujúcich udalostí. Preto vlády Spojených štátov a eurozóny ohlásili celý rad opatrení zameraných na podporu finančného systému, posilňovanie spotrebiteľskej dôvery, udržanie hospodárskej aktivity a zabezpečenie dostupnosti úverov pre domácnosti a podniky. V marci, po prevzatí investičnej banky Bear Stearns bankou JP Morgan Chase, zanikol v Spojených štátoch podnikateľský model samostatne existujúcich investičných bánk. Finančná kríza eskalovala koncom leta, resp. v jeseni, keď okrem iného americkou vládou sponzorované spoločnosti Fannie Mae a Freddie Mac prešli do verejného vlastníctva, banka Lehman Brothers podala návrh na vyhlásenie konkurzu a Federálny rezervný systém zvýšil mimoriadny úver pre investičnú skupinu AIG výmenou za 80 % jej akcií. Do konca septembra sa vážne finančné ťažkosti rozšírili aj do eurozóny, čím sa niekoľko finančných inštitúcií dostalo do problémov. V dôsledku toho sa v eurozóne uskutočnilo niekoľko intervencií zameraných na pomoc bankovému systému. Ako vo vzťahu k vyhláseniu k zosúladenému európskemu akčnému plánu krajín eurozóny vydanému na samite 12. októbra uviedla Európska komisia, cieľom týchto intervencií bolo „koordinovať snahu jednotlivých štátov zameranú na podporu bánk a ochranu vkladateľov a zvýšenie toku úverov. Podľa tohto plánu by mali vlády štátov majetkovo vstupovať do bánk s cieľom zlepšiť ich finančnú situáciu a dočasne ručiť za ich refinancovanie, aby sa obnovila zmrazená úverová aktivita“. Za daných okolností, v snahe čeliť zhoršovaniu makroekonomického výhľadu, sa Federálny rezervný systém a ECB zaviazali uskutočniť sériu iniciatív zameraných na rozšírenie svojich operácií na dodanie likvidity a poskytnutie podpory finančným trhom. Okrem toho tieto dve centrálné banky viackrát znížili kľúčové sadzby svojich menových politík, čo ovplyvnilo výnosy dlhopisov. Dňa 16. decembra 2008 kulminovali kroky Federálneho rezerv-

ného systému v podobe zníženia úrokových sadzieb menovej politiky na historické minimá. Cieľová úroková sadzba federálnych fondov sa pohybovala v rozmedzí od nuly do 0,25 %. Federálny rezervný systém okrem iného oznámil možnosť odkúpenia dlhodobých vládnych cenných papierov, čo pravdepodobne prispelo k zníženiu výnosov dlhopisov.

V takomto prostredí pokračoval začiatkom jari 2008 trend poklesu výnosov vládnych dlhopisov na oboch stranách Atlantického oceánu, ktorý sa začal v polovici roka 2007, keď začali narastať obavy zo stavu amerického trhu s nehnuteľnosťami. V tomto období sa zaznamenal zreteľný pokles ochoty vstupovať do rizík, čo viedlo k portfóliovým zmenám pozostávajúcim z odklonu od akcií a ostatných rizikových aktív a príklonu k vládnym dlhopisom, a následne k poklesu ich výnosov. Výnosy desaťročných vládnych dlhopisov sa od jari do konca leta zvýšili, a potom opäť prudko klesli. Zatiaľ čo nárast výnosov možno pripísať následkom pocitovania zvýšeného rizika globálnej inflácie v období silných tlakov na rast cien komodít a potravín, ich následný pokles možno vysvetliť obdobiami „únikov ku kvalite“ a „únikov k likvidite“ z dôvodu obnovených obáv týkajúcich sa finančného sektora, konkrétnejšie z ďalšej eskalácie finančných turbulencií. K tomuto poklesu výnosov dlhopisov určite prispeli na jeseň uverejňované makroekonomické údaje, ktoré poukazovali na výrazné spomalenie globálneho rastu a zmenu vo vnímaní inflačných rizík, ktoré sa revidovali nadol. Nie je prekvapujúce, že v Spojených štátoch, kde sa finančná kríza výrazne zostrila, bol pokles výnosov dlhopisov zreteľnejší ako v eurozóne. Vo všeobecnosti sa americké vládne dlhopisy v priemere považovali za likvidnejšie ako priemerné vládne dlhopisy eurozóny, čo tiež prispelo k ďalšiemu poklesu výnosov vládnych dlhopisov v Spojených štátoch.

Od začiatku roka do približne polovice septembra sa reálne výnosy vládnych dlhopisov udržiavali na úrovni okolo 2 %. Následne sa tieto výnosy až do polovice októbra zvyšovali. V októbri, po dosiahnutí maxima približne na

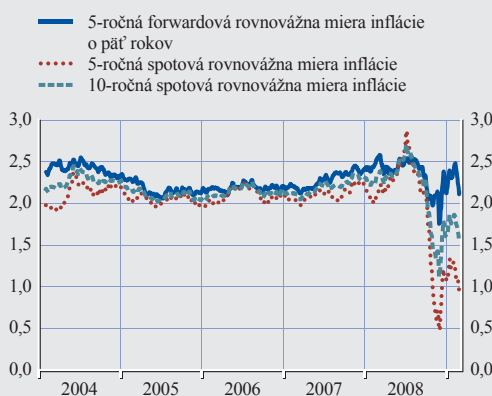
úrovni 3 %, päťročné reálne výnosy poklesli a na konci roka sa pohybovali tesne pod úrovňou 2 %. A hoci sa od septembra do októbra skutočné výnosy zvýšili v dôsledku nízkeho stavu likvidity a technických faktorov, ktoré spôsobili narušenie trhov s dlhopismi viazanými na infláciu, tento trend sa neskôr zmenil, z dôvodu zvýšených obáv spojených s makroekonomickým výhľadom.

Počas roka 2008 vývoj na finančných trhoch a makroekonomický výhľad ovplyvnili aj časový vývoj päťročných forwardových rovnovážnych mier inflácie o päť rokov, ktorá vyjadruje dlhodobé inflačné očakávania účastníkov trhu a zodpovedajúce rizikové prémie. Zatiaľ čo sa tento ukazovateľ dlhodobých inflačných očakávaní účastníkov trhu a zodpovedajúcich rizikových prémie v eurozóne zvyšoval a do leta predstavoval hodnotu 2,5 %, odrážajúc tak rastúci tlak na ceny komodít a potravín, v jeseni sa výrazne znížil (graf 12). Na konci roka 2008 dosiahol hodnotu približne 2 %. K tomuto poklesu prispeli tak nižšie inflačné očakávania v kontexte zhoršujúceho sa ekonomického výhľadu, ako aj technické faktory narušujúce stanovovanie relatívnych cien tradičných nominálnych dlhopisov voči obvykle omnoho menej likvidným vládnym dlhopisom viazaným na infláciu. Interpretácii rovnovážnych mier inflácie ako ukazovateľov inflačných očakávaní účastníkov trhu a zodpovedajúcich rizikových prémie teda vážne bránili osobitné trhové faktory, najmä od zintenzívnenia finančnej krízy v septembri.

Vnímanie neistoty spojenej s vládnymi dlhopismi účastníkmi trhu v eurozóne a v Spojených štátoch, meranej implikovanou volatilitou, počas roka naďalej postupne rástlo, pričom od septembra začalo rásť prudko, v dôsledku veľkých nepokojov na globálnych finančných trhoch. V tom čase, po zániku celého radu veľkých aktérov vo finančnom systéme a následkom únikov do bezpečia a k likvidite, dosiahla volatilita na trhu s dlhopismi v Spojených štátoch obzvlášť výrazné hodnoty. Do konca sep-

**Graf 12 Rovnovážna (breakeven) miera inflácie pri nulovom kupóne v eurozóne**

(v % p. a.; päťdňové kľzavé priemery denných údajov; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Reuters a výpočty ECB.

tembra, keď sa zhoršila aj finančná stabilita v Európe, zvýšila sa na tejto strane Atlantického oceánu aj volatilita (ďalšie podrobnosti sú uvedené v boxe 3 o volatilita a likvidite na akciových trhoch a na trhoch s vládnymi dlhopismi.

V prvých dvoch mesiacoch roka 2009 sa výnosy dlhodobých vládných dlhopisov eurozóny mierne zvýšili, o približne 10 bázických bodov, zatiaľ čo nárast výnosov dlhopisov Spojených štátov bol výraznejší a predstavoval okolo 80 bázických bodov. Dňa 27. februára boli výnosy vládných dlhopisov eurozóny a Spojených štátov na úrovni približne 3,7 %, resp. 3,0 %. Vývoj výnosov dlhodobých dlhopisov bol na oboch stranách Atlantického oceánu ovplyvnený zhoršujúcim sa ekonomickým výhľadom, zvýšenou neochotou podstupovať riziko a s tým súvisiacimi únikmi do bezpečia, ako aj rastúcimi obavami vo vzťahu k finančným potrebám emitentov vládných dlhopisov. Zatiaľ čo prvé dva faktory mali tendenciu znižovať výnosy, tretí, ktorý evidentne dominoval nad prvými dvoma najmä v Spojených štátoch, mal tendenciu tlačiť výnosy nahor. V tomto období sa výnosy dlhodobých dlhopisov eurozóny zvýšili, odrážajúc napätie na trhu s dlhopismi viazanými na infláciu.

### Box 3

## VOLATILITA A LIKVIDITA NA AKCIOVÝCH TRHOCH A NA TRHOCH S VLÁDNÝMI DLHOPISMI

Volatilita na akciových a dlhopisových trhoch sa počas finančnej krízy zvyšovala, ako vidno z grafu A.<sup>1</sup> Táto vysoká miera volatility je spôsobená znížením pozícií dlhového financovania v kombinácii s veľkým množstvom trhových informačných šokov, veľkou neistotou a väčšou neochotou účastníkov trhu podstupovať riziko. Zvýšená neochota podstupovať riziko mala pravdepodobne väčší vplyv na vývoj cien ako informačné šoky a neistota spolu, výsledkom čoho bolo, že cenové fluktuácie boli väčšie ako by boli v prípade, ak by bola úroveň neochoty podstupovať riziko nižšia.

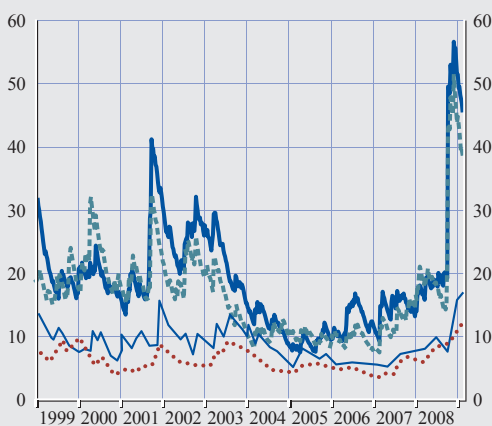
Počas krízy sa vyskytli dlhé obdobia, počas ktorých bola korelácia výnosov akcií a dlhopisov výrazne záporná (graf B). Táto záporná korelácia sa môže interpretovať ako dôkaz ústupu z akciových trhov a prechodu k bezpečnejším, likvidnejším segmentom trhov s vládnymi dlhopismi. Takáto výrazná záporná korelácia sa naposledy zaznamenala v roku 2003, keď akciový trh dosiahol svoje dno. Počas posledných mesiacov roka 2008 sa záporná korelácia medzi týmito trmi zmiernila, pretože aj dlhopisové trhy boli volatilnejšie. Stalo sa tak potom, keď bolo stále jasnejšie, že vývoj na finančných trhoch sa postupne prenesie aj do reálnej ekonomiky. Popri zvýšenej variabilite inflačných očakávaní a rizikových premií k zvýšenej volatilitě výnosov dlhodobých

<sup>1</sup> Box „Abnormal volatility in global stock markets“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2008.

#### Graf A Skutočná volatilita týždenných výnosov z akcií a dlhopisov

(v % p. a.; týždenné údaje)

- Akcie eurozóny
- ..... Dlhopisy eurozóny
- - - Akcie Spojených štátov
- Dlhopisy Spojených štátov



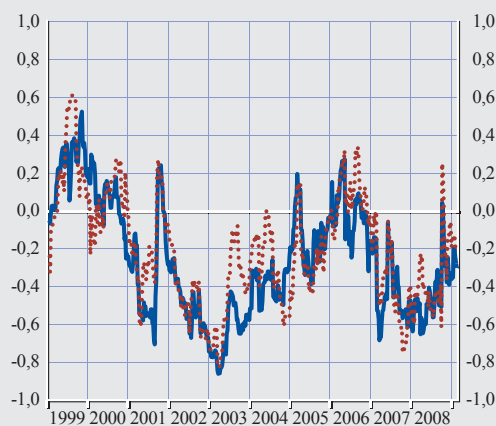
Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámky: Výnosy z akcií sa vypočítali na základe indexu Dow Jones EURO STOXX za eurozónu a Standard & Poor's 500 za Spojené štáty. Výnosy z dlhopisov sa vypočítali na základe údajov o výnosoch dlhopisov s nulovým kupónom Spojených štátov a Nemecka získaných od spoločnosti Bloomberg. Volatilita sa vypočítala s použitím exponenciálne vážených klzavých priemerov.

#### Graf B Korelácia medzi týždennými výnosmi z akcií a dlhopisov

(týždenné údaje)

- Eurozóna
- ..... Spojené štáty



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje o výnosoch sa získali tak ako v prípade grafu A. Korelácie sa vypočítali s použitím exponenciálne vážených klzavých priemerov.

dlhopisov pravdepodobne prispeli zásadné revízie očakávaní budúceho vývoja úrokových mier menovej politiky účastníkmi trhu.

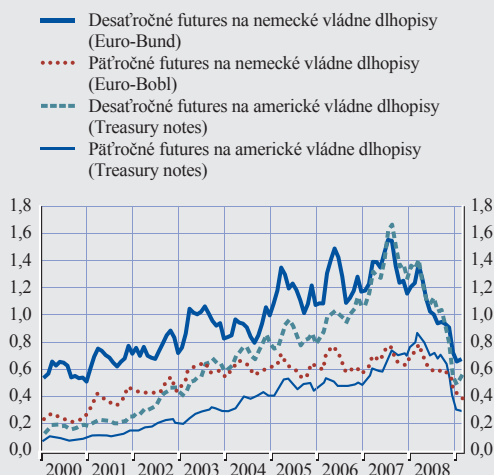
Zvýšená volatilita na trhu s vládnymi dlhopismi vo všeobecnosti spôsobila, že účastníci trhu boli menej ochotní priebežne si vzájomne poskytovať likviditu a na trhoch s príkazmi s cenovým limitom si na veľké sumy stanovovali obchodné kvóty. Hoci najlikvidnejšie vládne dlhopisy, napríklad dlhopisy vydané vládami Spojených štátov a Nemecka, považovali investori počas finančnej krízy za bezpečné útočiská, likvidita bola pod väčším tlakom aj v tejto kategórii aktív.<sup>2</sup> S vládnymi dlhopismi sa na rozdiel od akcií neobchoduje prostredníctvom búrz, ale na iných trhoch, čo znamená, že obraz obchodovania musí byť fragmentovanejší. Informácie získané z elektronických platforiem, ktoré sa využívajú na obchodovanie s európskymi vládnymi dlhopismi, poukazujú na výrazný pokles tak zobchodovaných objemov, ako aj kótovaných cien, dokonca aj v prípade najlikvidnejších cenných papierov. Znaky zhoršenia trhovej likvidity vidno aj z rozpätí kótovaných cien ponuky a dopytu, ktoré sa výrazne zväčšili. Rovnako ako v prípade predchádzajúcich kríz likvidity, napríklad v prípade turbulencií v roku 1998, sa zhoršenie likvidity najviac dotklo cenných papierov, ktoré boli relatívne nelikvidné už pred vypuknutím finančnej krízy. Na niektorých troch napríklad likviditné prémie výrazne ovplyvnili výnosy z dlhopisov viazaných na infláciu.<sup>3</sup>

Podľa účastníkov trhu sa najmä väčšie obchody stále častejšie uzatvárajú medzi obchodníkmi sprostredkujúcimi medzi jednotlivými dealermi, čo má za následok, že pokles objemov zobchodovaných na elektronických platformách je pravdepodobne vyšší ako pokles celkovej obchodnej aktivity. Úroveň obchodnej aktivity na trhoch s vládnymi dlhopismi sa však môže posudzovať aj podľa termínovaných trhov. Termínové kontrakty na vládne dlhopisy patria medzi najobchodovateľnejšie nástroje na svete a predstavujú jeden z mála trhov, ktorých likviditu kríza viac-menej neovplyvnila. Pokiaľ ide o hodnotenie obchodovania s týmito nástrojmi, jednoznačnou výhodou termínovaných obchodov je, že sú to nástroje, s ktorými sa obchoduje na burze, a preto údaje o celkovej aktivite v tejto oblasti sú dobre dostupné.

Neoficiálne údaje hovoria o tom, že obchodníci s dlhopismi značne znížili svoje bilančné sumy v dôsledku zvýšenej volatility výnosov a vyšších nákladov na financovanie. Keďže termínované kontrakty sa veľmi často využívajú na finančné zabezpečenie portfólií obchodníkov s dlhopismi proti úrokovému riziku, počet termínovaných obchodov uzatvorených na tento účel sa mohol znížiť. Z grafu C vidno, že objem zobchodovaných termínovaných obchodov od začatia turbulencií na finančných trhoch v druhej polovici roka 2007 naozaj poklesol. A skutočne, počet

### Graf C Objem kontraktov futures s vládnymi dlhopismi

(v miliónoch kontraktov; trojmesačné kľzavé priemery denných údajov)



Zdroj: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade a Eurex Deutschland.

Poznámka: V prípade futures na Euro-Bobl a Euro-Bund je teoretická hodnota kontraktu 100 000 € a v prípade päťročných a desaťročných futures na Treasury notes je to 100 000 USD.

<sup>2</sup> Informácie o ďalšej analýze vplyvu úniku do bezpečia na trhy s vládnymi dlhopismi v eurozóne sú v boxe 6.

<sup>3</sup> Viac informácií je v boxe „Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2008.

kontraktov uzatvorených na najčastejšie využívaný finančný nástroj, desaťročné termínované kontrakty na vládne dlhopisy, poklesol od druhého polroku 2007 v Spojených štátoch o viac ako dve tretiny a v Nemecku o viac ako polovicu. O niečo nižší pokles sa zaznamenal pri zobchodovaných objemoch s päťročnými termínovanými obchodmi s dlhopismi.

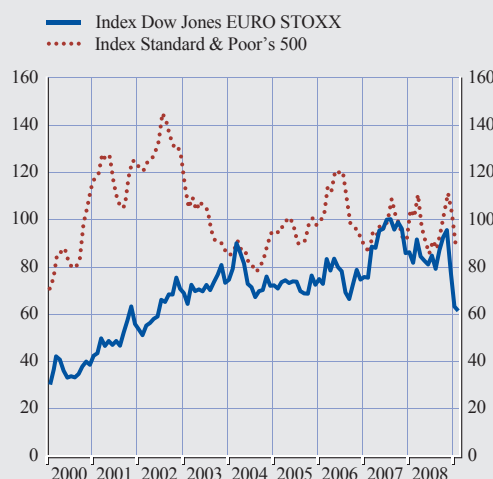
Z grafu D vidno, že na akciových trhoch zostali objemy – merané ako priemerný počet akcií zobchodovaných za mesiac – relatívne stabilné tak v eurozóne, ako aj v Spojených štátoch, hoci na začiatku roka 2009 najmä v eurozóne mierne poklesli. Ako už bolo uvedené, veľké objemy zobchodované na akciových trhoch môžu odrážať relatívne veľké množstvo trhových informačných šokov. Za inak nezmenených okolností sa trhové ceny upravujú potom, ako sa objavia nové informácie. Ak preto bude trh vystavený informačným šokom častejšie ako obvykle, zvýši sa aj frekvencia obchodov.

Pokiaľ ide o akciové trhy, môžu tieto informačné šoky odrážať zmenené očakávania výšky budúcich dividend i zmeny diskontného faktora. Na rozdiel od toho sú peňažné toky zo štandardných vládnych dlhopisov fixované v nominálnom vyjadrení a ich zhodnotenie teda zohľadňuje len zmeny diskontného faktora.

Značné zvýšenie makroekonomickej neistoty počas roka 2008 v spojení s redukciou bilančných súm účastníkov trhu viedli k maximálnym hodnotám volatility a výraznému zhoršeniu stavu likvidity v mnohých segmentoch finančného trhu. To malo vplyv na trhy, ktoré sa obvykle považujú za vysoko likvidné, a ktoré sa obvykle vyznačujú minimálnymi mierami rizika, napríklad trhy s vládnymi dlhopismi. Po poklese makroekonomickej neistoty a potom, keď sa obdobie ústupu od dlhového financovania skončí, by sa volatilita mala napokon zmierniť, čo by viedlo k určitej normalizácii trhovej likvidity.

#### Graf D Objem obchodovania na akciových trhoch

(index: júl 2007 = 100; trojmesačné klzavé priemery mesačných údajov)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Objemy sa určili ako celkový počet obchodovaných akcií jednotlivých spoločností zahrnutých do indexov.

#### PRUDKÝ POKLES CIEN AKCIÍ V ROKU 2008

Rok 2008 sa vyznačoval vysokou volatilitou a prudkými poklesmi cien akcií na celom svete, a zároveň aj celým radom ďalších udalostí, ktoré zmenili finančný sektor, najmä v Spojených štátoch, ako aj zhoršením globálnych makroekonomických podmienok. Celkovo sa v eurozóne, Spojených štátoch a Japonsku ceny akcií, vyjadrené indexom Dow Jones EURO STOXX, resp. Standard & Poor's 500 a Nikkei 225, znížili o približne 46 %, 39 %, resp. 42 % v porovnaní so stavom na konci roka 2007 (graf 13). Fluktuácie cien akcií boli

obzvlášť výrazné v marci a potom opäť v čase od septembra, odrážajúc tak nepokoje na globálnych finančných trhoch. Okrem toho k negatívnej výkonnosti akciových trhov prispel aj pokles skutočného a očakávaného rastu ziskov na obidvoch stranách Atlantického oceánu. K tomuto cenovému vývoju došlo v období vysokej volatility, ktorá v októbri a novembri dosahovala výnimočnú úroveň.

Od začiatku roka do polovice marca 2008 vykazovali ceny akcií v eurozóne, Spojených štátoch a Japonsku klesajúci trend. Tento trend sa čias-

točne zmenil po prevzatí investičnej spoločnosti Bear Stearns bankou JP Morgan Chase, po získaní úveru od Federálneho rezervného systému zabezpečeného vlastným kapitálom. Záchranný balíček poskytnutý investičnej spoločnosti Bear Stearns prijali účastníci trhu priaznivo a zmenili svoje vnímanie rizika, čím prispeli k udržaniu akciových trhov. Za daných okolností sa od polovice marca do začiatku júna zvýšil index Dow Jones EURO STOXX o takmer 10 %, Standard & Poor's 500 o približne 8,5 % a Nikkei 225 o 22,5 %.

Počas leta ceny akcií opäť výrazne poklesli z dôvodu obnovenia obáv týkajúcich sa finančného sektora a výhľadu svetového hospodárstva. Počas tohto obdobia narastal tlak na americkú vládu sponzorované spoločnosti Fannie Mae a Freddie Mac, ako aj na poisťovateľov dlhopisov. Okrem toho v prvej polovici leta prudko vzrástli ceny komodít, ktoré ešte viac zhoršili výhľad svetového hospodárstva. Udalosti na finančných trhoch v septembri ďalej eskalovali potom, ako vyššie uvedené vládou sponzoro-

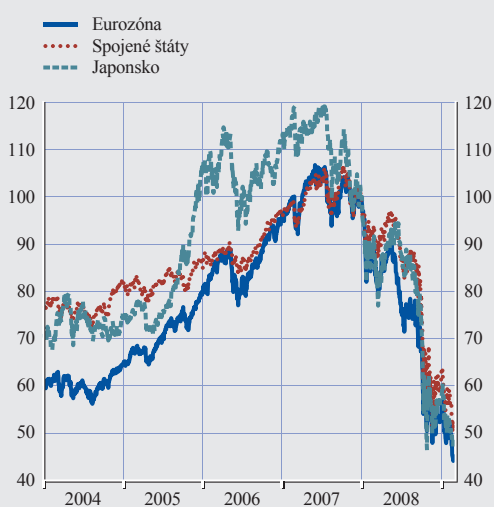
vané spoločnosti prešli do verejného vlastníctva, Federálny rezervný systém spolu s americkým ministerstvom financií zabezpečil záchranu investičnej skupiny AIG, a potom ako po krachu banky Lehman Brothers, prevzatí banky Merrill Lynch bankou Bank of America a zmenou spoločností Goldman Sachs a Morgan Stanley na bankové holdingové spoločnosti zanikol model samostatne existujúcich investičných bánk. Po týchto mimoriadnych udalostiach a v reakcii na problémy, ktoré sa z finančného systému Spojených štátov šírili i do okolitého sveta, sa začali realizovať aj vládami sponzorované plány na záchranu viacerých európskych finančných inštitúcií. Na obidvoch stranách Atlantického oceánu prijali vlády i verejné inštitúcie celý rad opatrení zameraných na stabilizáciu finančného systému. Tieto opatrenia zahŕňali ručenie za vklady uložené na súkromných účtoch, opatrenia na rekapitalizáciu bánk a aktivity zamerané na posilnenie ich likvidity. Hlavné centrálné banky okrem toho v čase zintenzívňovania napätia na finančných trhoch a zhoršovania makroekonomického výhľadu znižovali úrokové sadzby svojich menových politík.

Pokles na akciových trhoch bol znásobený poklesom skutočnej a očakávanej miery rastu ziskov na oboch stranách Atlantického oceánu. Od decembra 2007 do decembra 2008 sa skutočný rast ziskov vypočítaný na základe ziskov na akciu spoločností zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX dostal do záporných hodnôt na úroveň približne -16 %. Podobne sa výrazne smerom nadol revidovali aj ziskové očakávania. Prognóza miery rastu zisku na akciu o 12 mesiacov poklesla z takmer 9 % na konci decembra 2007 na približne 1,6 % na konci decembra 2008. Pokles ziskovosti spoločností eurozóny spolu s negatívnymi správami o makroekonomických ukazovateľoch negatívne ovplyvnili oceňovanie akciových trhov.

Na pozadí pokračujúcich nepokojov na finančných trhoch a zhoršovania makroekonomických podmienok sa akciové trhy vyznačovali vysokým stupňom neistoty, meranej implikovanou volatilitou odvodenou z opcí na akcie. Volatilita akcií bola obzvlášť výrazná počas

**Graf 13 Hlavné burzové indexy**

(hodnota indexu nastavená na 100 k 31. decembru 2007; denné údaje)



Zdroj: Reuters a Thomson Financial Datastream.

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



hlavných období, ktoré otriasli finančnými trhmi, t. j. v marci a od septembra (graf 14). V tejto situácii je pravdepodobné, že rizikové prémie sa v prípade akcií podnikov v Spojených štátoch a v eurozóne v posledných mesiacoch zvýšili, a tým prispeli k zaznamenanému zníženiu cien akcií.

Zo sektorového hľadiska utrpeli ceny akcií peňažného odvetvia najväčšie straty od decembra 2007 do decembra 2008, keď klesli o 57 %, resp. 51 %. Ceny akcií nefinančného sektora tiež výrazne klesli, pričom tento pokles v eurozóne predstavoval približne 41 % a v Spojených štátoch 36 %.

Začiatkom roka 2009 zhoršovanie výhľadu svetového hospodárstva a obnovené obavy týkajúce sa stavu finančného systému ďalej stláčali ceny akcií. Od konca roka 2008 do 27. februára 2009 poklesli indexy Dow Jones EURO

STOXX a Standard & Poor 500 o približne 17 %, resp. 19 %.

### ĎALŠIE SPOMAĽOVANIE ÚVEROV DOMÁCNOSTIAM

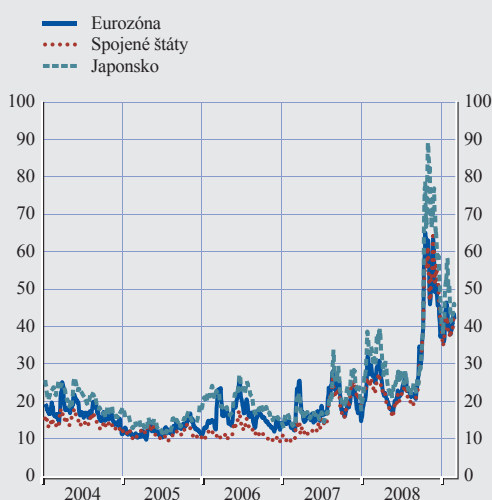
Dynamika úverov poskytovaných domácnostiam sa počas roka 2008 naďalej spomaľovala, odrážajúc tak vplyv faktorov ako sú napríklad prísnejšie podmienky financovania, zhoršovanie hospodárskych vyhládok a pokračujúce spomaľovanie dynamiky na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie.

Ročná miera rastu úverov peňažných finančných inštitúcií (PFI) poskytovaných domácnostiam, ktoré boli hlavným zdrojom ich úverov, v decembri poklesla na 1,8 % zo 6,2 % na konci roka 2007. Ročný rast úverov domácnostiam poskytnutých nepeňažnými finančnými inštitúciami (t. j. ostatnými finančnými inštitúciami, poisťovňami a penzijnými fondmi) bol rýchlejší ako rast objemu úverov domácnostiam od PFI, ktorý v treťom štvrtroku 2008 dosiahol 10,4 %. Tento vývoj čiastočne odzrkadľuje vplyv sekuritizácie formou skutočného predaja, pri ktorej sú úvery vyňaté z vykazovania, a preto sa neuvádzajú v súvahách PFI, ale sú už zaznamenané ako úvery od OFS.

Členenie úverov PFI domácnostiam podľa účelu naznačuje, že hlavným dôvodom spomalenia bola klesajúca miera rastu úverov na nákup nehnuteľností na bývanie. Ročná miera rastu objemu úverov na nákup nehnuteľností na bývanie v decembri 2008 dosiahla 1,7 %, pričom v decembri 2007 predstavovala 7,1 % (graf 15). Tento pokles zodpovedal nižšiemu rastu cien nehnuteľností na bývanie a spomaleniu aktivity na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých krajinách eurozóny. Toto hodnotenie potvrdzujú aj výsledky prieskumu bankových úverov Eurosystemu, keďže banky počas roka 2008 uvádzali medzi hlavnými faktormi prispievajúcimi k nižšiemu dopytu domácností po úveroch na nákup nehnuteľností na bývanie zhoršovanie vyhládok na trhu s týmito nehnuteľnosťami a zhoršovanie spotrebiteľskej dôvery. Zhoršovanie vyhládok na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie okrem toho čiastočne

**Graf 14 Implikovaná burzová volatilita**

(v % p. a.; päťdňový klzavý priemer denných údajov)



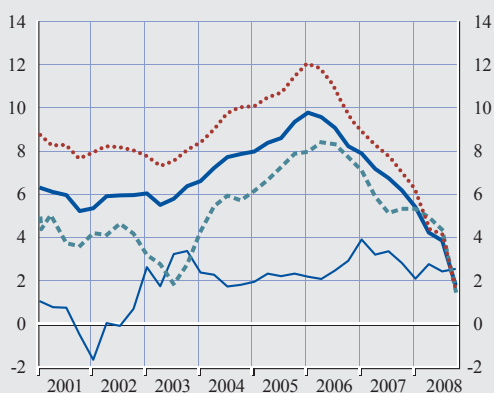
Zdroj: Bloomberg.

Poznámky: Časové rady implikovanej volatility vyjadrujú očakávanú štandardnú odchýlku percentuálnych zmien burzových cien počas trojmesačného obdobia, vyplývajúcu z cien opcií indexov burzových cien. Akciové indexy, na ktoré sa implikovaná volatilita vzťahuje, sú Dow Jones EURO STOXX 50 za eurozónu, Standard & Poor's 500 za Spojené štáty a Nikkei 225 za Japonsko.

**Graf 15 Úvery PFI domácnostiam**

(ročná percentuálna zmena)

- Úvery spolu
- ..... Úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie
- - - - Spotrebiteľské úvery
- Ostatné úvery

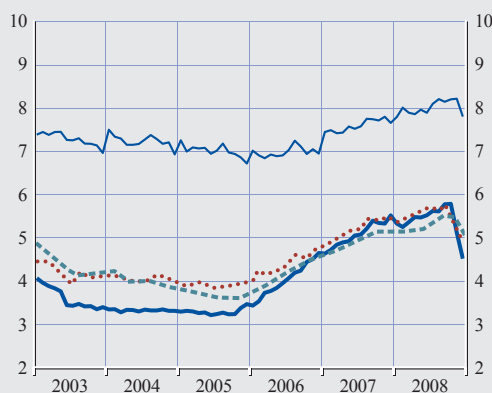


Zdroj: ECB.

**Graf 16 Úrokové miery úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam**

(v % p. a., bez poplatkov; úrokové miery v nových obchodoch)

- Krátkodobé úrokové miery úverov nefinančným spoločnostiam
- ..... Dlhodobé úrokové miery úverov nefinančným spoločnostiam
- - - - Úrokové miery úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie
- Úrokové miery spotrebiteľských úverov domácnostiam



Zdroj: ECB.

prispelo i k sprísnovaniu úverových podmienok bánk, ktoré zohralo dôležitú úlohu pri spomaľovaní rastu úverov.

K miernejšiemu ročnému rastu objemu úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie prispel aj tlmiaci vplyv zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB od decembra 2005. Podobne ako v roku 2006 a 2007, aj v období od decembra 2007 do septembra/októbra 2008 sa úrokové miery úverov PFI na nákup nehnuteľností na bývanie zvýšili, a to o 31 bazických bodov, ale potom v štvrtom štvrťroku poklesli o 10 bazických bodov (graf 16). Toto zvýšenie zaznamenané v prvých troch mesiacoch daného roka sa týkalo celého spektra splatností, i keď v prípade úverov s počiatočnou dobou fixácie do jedného roka a od jedného do piatich rokov bolo o niečo vyššie.

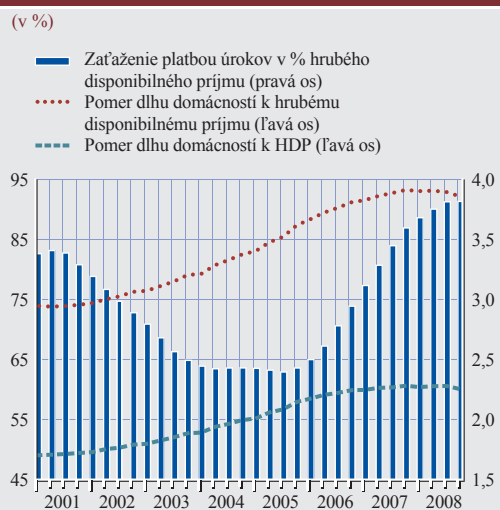
Poklesla aj ročná miera rastu spotrebiteľských úverov, a to na 1,5 % v decembri 2008, čo je približne o štyri percentuálne body menej ako na konci roka 2007. Pokles ročnej miery rastu spotrebiteľských úverov v posledných štvrťrokoch súvisí s klesajúcou spotrebiteľskou dôve-

rou a s postupným spomaľovaním súkromnej spotreby v eurozóne. Výsledky prieskumu bankových úverov navyše informujú, že úverové podmienky uplatňované na poskytovanie spotrebiteľských úverov sa v roku 2008 ďalej sprísnovali, v súlade s vývojom v štvrtom štvrťroku 2007, v dôsledku očakávaní celkového zhoršovania vývoja hospodárskej aktivity, ktoré sa zaznamenalo v oblasti úverovej dôveryhodnosti dlžníkov. Úrokové miery spotrebiteľských úverov PFI, ktoré v roku 2008 zostali na výrazne vyšších hodnotách ako úrokové miery úverov na nákup nehnuteľností na bývanie, sa od decembra 2007 do novembra 2008 zvýšili o 56 bazických bodov, čím tlmili dopyt po týchto úveroch. Potom poklesli, pričom ich úročenie bolo v decembri 2008 o 15 bazických bodov vyššie ako v decembri 2007.

#### ZADĽŽENOSŤ DOMÁCNOSTÍ SA STABILIZOVALA

V druhom polroku 2008 postupné spomaľovanie miery rastu úverov na bývanie a pokračujúce zvyšovanie disponibilných príjmov prispeli k miernemu poklesu pomeru zadlženosti domácností k disponibilným príjmom, ktorý sa v štvrtom štvrťroku odhadoval približne na

**Graf 17 Dlh domácností a platba úrokov**



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámky: Dlh domácností tvoria celkové úvery domácnostiam od všetkých inštitucionálnych sektorov vrátane zvyšku sveta. Platby úrokov nezahŕňajú celé náklady na financovanie splácané domácnosťami, keďže v nich nie sú zahrnuté poplatky za finančné služby. Údaje za posledný štvrtrok sú čiastočne odhadnuté.

úrovni 92 % (graf 17). Rovnaký priebeh možno pozorovať pri pomere dlhu k HDP, ktorý podľa údajov z integrovaných účtov eurozóny klesol v štvrtom štvrtroku 2008 na úroveň približne 60 %. V porovnaní s krajinami ako sú Spojené štáty alebo Spojené kráľovstvo teda zadlženosť domácností v eurozóne naďalej vykazuje relatívne nízke hodnoty. Spomaľovanie zadlženosti domácností eurozóny pomohlo stabilizovať mieru ich exponovanosti voči zmenám úrokových mier, príjmov a cien aktív. Za zmienku stojí, že zadlženosť domácností v eurozóne je veľmi heterogénna. Najmä vyššia miera rizika sa týka domácností v tých častiach eurozóny, ktoré sa vyznačujú výraznejším hospodárskym spomaľením, alebo kde na trhoch s nehnuteľnosťami pretrvávajú známky nadhodnotenia.

Hoci sa v roku 2008 miera zadlženosti stabilizovala, rastúce úrokové miery úverov domácnostiam prispeli k ďalšiemu rastu záťaže spojenej s dlhovou službou, vyjadrenej pomerom úrokových platieb a splátok istiny k disponibilným príjmom. Odhaduje sa, že v druhom polroku 2008 dosiahla úroková záťaž 3,8 %, čo pred-

stavuje nárast z 3,6 % na konci roka 2007. Táto záťaž presahuje aj predchádzajúce maximum zaznamenané v roku 2001.

### NÁKLADY NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ NA FINANCOVANIE Z CUDZÍCH ZDROJOV SA V ROKU 2008 ZNAČNE ZVÝŠILI

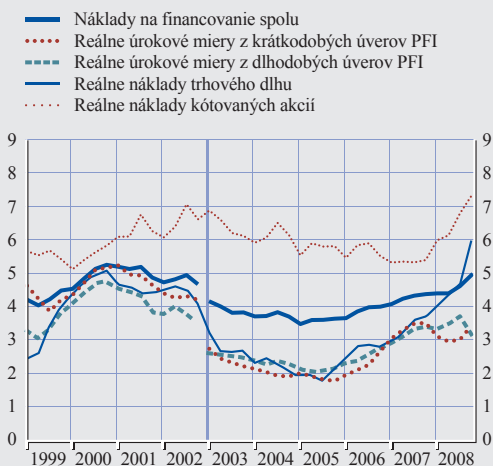
V roku 2008 sa v období turbulencií na finančných trhoch v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi značne zvýšili reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností v eurozóne. A hoci ziskovosť podnikov v prvom polroku 2008 tlakom odolávala, počas zvyšku roka vykazovala znaky rýchleho zhoršovania, najviac v poslednom štvrtroku. Po kulminácii v prvom štvrtroku, ku ktorej prispela výrazná dynamika úverov PFI, sa rast financovania nefinančných spoločností spomalil. Predpokladá sa, že miera financovania sektora nefinančných spoločností z cudzích zdrojov sa v roku 2008 ďalej zvyšovala.

V prostredí zvyšujúceho sa napätia na finančných a úverových trhoch sa celkové reálne náklady na externé financovanie nefinančných spoločností eurozóny v roku 2008 prudko zvýšili (graf 18). V poslednom štvrtroku 2008 prispelo k prudkému nárastu nákladov na financovanie spoločností z externých zdrojov evidentné zhoršenie makroekonomických podmienok, i vyhladky ďalšieho makroekonomického vývoja, zvýšili sa aj negatívne očakávania a počet revízií ziskovosti smerom nadol vážené odhadmi úverového a trhového rizika investormi. Najväčší vplyv na toto zvýšenie počas roka mal prudký nárast reálnych nákladov trhového dlhového financovania a kapitálového financovania.

Pokiaľ ide o jednotlivé zložky nákladov na financovanie spoločností z vonkajších zdrojov, úrokové miery úverov PFI nefinančným spoločnostiam v reálnom vyjadrení v porovnaní s koncom roka 2007 klesli (graf 18). Porovnanie stavu jednotlivých zložiek na konci rokov 2007 a 2008 odhalilo výraznú dynamiku v týchto rokoch. Nominálne krátkodobé úrokové miery vo všeobecnosti väčšinou počas roka rástli, pričom takmer kopirovali rastúci trend trojmesačnej úrokovej miery EURIBOR, hoci tento efekt

### Graf 18 Reálne náklady externého financovania nefinančných spoločností eurozóny

(v % p. a.)



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

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

bol do septembra v reálnom vyjadrení tlmený rastom krátkodobých inflačných očakávaní. V novembri a decembri krátkodobé úrokové miery značne poklesli, odrážajúc tak znižovanie úrokových sadzieb menovej politiky a pokles trhových úrokových mier. V dôsledku toho poklesli nominálne sadzby úverov s pohyblivými úrokovými sadzbami a počiatočnou dobou fixácie do jedného roka o 70 bázických bodov v prípade malých úverov a o 106 bázických bodov v prípade veľkých úverov.

Dlhodobé úrokové miery úverov PFI po raste, ktorý zaznamenali do septembra 2008, v poslednom štvrtroku poklesli, pričom tento pokles bol markantnejší v prípade veľkých úverov. V porovnaní s koncom roka 2007 sa dlhodobé úrokové miery PFI v prípade malých úverov vo všeobecnosti nezmenili, zatiaľ čo úrokové miery veľkých úverov poklesli o 72 bázických bodov. Rôzne tendencie vykazovali aj výnosy vládných dlhopisov s porovnateľnými splatnosťami, sprvoti sa zvýšili a neskôr prudko poklesli.

Celkovo boli výnosy päťročných vládných dlhopisov v decembri 2008 o 85 bázických bodov nižšie ako koncom roka 2007. Výsledkom tohto vývoja bola tendencia zväčšovania spreadov medzi sadzbami dlhodobých bankových úverov a porovnateľnými trhovými sadzbami v druhom polroku. K rozširovaniu spreadov dochádzalo zároveň so stúpaním nákladov bánk na financovanie prostredníctvom kapitálových trhov.

Počas roka 2008 reálne náklady na dlhové financovanie nefinančných spoločností prudko vzrástli, čím sa ešte viac posilnil vzostupný trend, ktorý sa začal koncom roka 2007. Do konca decembra 2008 boli tieto náklady o 200 bázických bodov vyššie ako v predchádzajúcom roku a o 420 bázických bodov vyššie ako ich historické minimum, ktoré dosiahli v roku 2005. Úroveň, ktorú dosiahli koncom roka 2008, predstavuje historické maximum od vzniku HMÚ; táto úroveň je omnoho vyššia ako úroveň, ktorú zaznamenali v roku 2000. Naopak, výnosy vládných dlhopisov s porovnateľnými splatnosťami, ako už bolo uvedené, klesli. V dôsledku toho sa v druhom polroku 2008 spready podnikových dlhopisov značne rozšírili. Toto rozšírenie spreadov odráža aj sprísňovanie úverových podmienok a vnímanie vyššieho úverového rizika investormi.

Počas roka sa výrazne zvýšili aj reálne náklady kótovaných nefinančných spoločností na financovanie základným kapitálom. K evidentnému zhoršeniu došlo v druhom polroku 2008, keď ceny na akciových trhoch (merané napríklad širokým indexom eurozóny Dow Jones EURO STOXX) zaznamenali prudký prepád a neochota podstupovať riziko dosiahla výnimočne vysokú úroveň. Rast príjmov kótovaných spoločností počas prvého polroka pozoruhodne odolával, potom sa však tiež prudko zhoršil, pričom v novembri dosiahol na ročnej báze záporné hodnoty.

### ZMIERNENIE DOPYTU NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ PO FINANCOVANÍ Z CUDZÍCH ZDROJOV

Externé financovanie nefinančných spoločností sa počas roka 2008 postupne znižovalo. Reálna ročná miera rastu financovania nefinančných

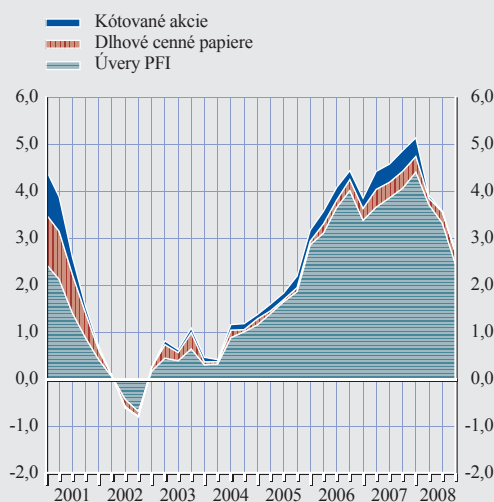
spoločnosť poklesla v štvrtom štvrťroku 2008 na 2,7 % zo 4,9 % v štvrtom štvrťroku 2007 a z 5,1 % v prvom štvrťroku 2008. Za týmto vývojom treba hľadať predovšetkým zmierňovanie, i keď z pôvodne vysokých úrovní, príspevku úverov od PFI, a v menšej miere i pokles emisií kótovaných akcií, zatiaľ čo príspevok dlhových cenných papierov sa v podstate nezmenil (graf 19).

Ako vyplýva z agregovaných údajov prevzatých z finančných výkazov kótovaných podnikov, v prvom polroku 2008 sa výška ziskov udržala nezmenená (graf 20). Ukazovatele ziskovosti podnikov však v druhom polroku 2008 výrazne poklesli. V poslednom štvrťroku došlo v eurozóne aj k výrazným revíziám očakávaných ziskov smerom nadol. Počet revízií očakávaných ziskov smerom nadol vo vzťahu ku kótovaným spoločnostiam eurozóny dosiahol koncom roka historické maximum.

Miera rastu úverov PFI nefinančným spoločnostiam sa v roku 2008 spomalila. Po maximálnej hodnote 15 % v nominálnom vyjadrení, ktorú dosiahla v marci 2008, sa táto miera rastu v decembri spomalila na 9,4 %. Za touto, aj napriek tomu vysokou mierou medziročného rastu, sa do určitej miery skrýva slabnúca skutočná dynamika rastu úverov PFI podnikateľskému sektoru v dôsledku efektu prenosu výrazného rastu v prvom polroku 2008. Ako však vidno z krátkodobých mier rastu, koncom roka došlo k zrýchleniu ich poklesu, ktoré sa najvýraznejšie prejavilo v decembri v dôsledku zhoršenia podmienok financovania. Toto znižovanie miery rastu je vo všeobecnosti v súlade so sprísňovaním finančných podmienok, ktoré vyplynulo z prieskumov Eurosystemu zameraných na úverové aktivity bánk uskutočnených v priebehu roka, nižšou aktivitou v oblasti fúzií a akvizícií a spomalením hospodárskej aktivity. Existuje celý rad možných vysvetlení,

**Graf 19 Štruktúra reálnej ročnej miery rastu externého financovania nefinančných spoločností<sup>1)</sup>**

(ročná percentuálna zmena)

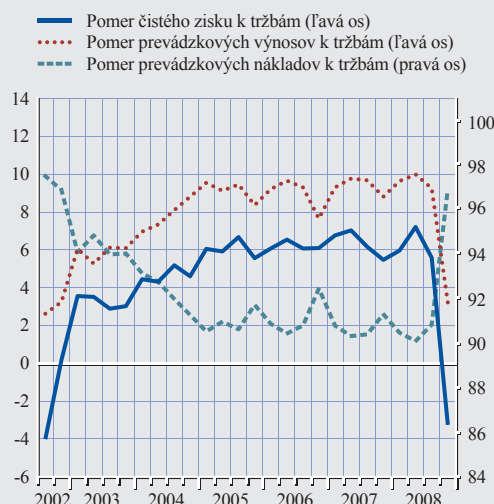


Zdroj: ECB.

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

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

(štvrtročné údaje; v %)



Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

Poznámky: Výpočet vychádza z agregátnych štvrtročných finančných výkazov kótovaných nefinančných spoločností v eurozóne. Vzorka bola očistená od extrémnych hodnôt. Na rozdiel od prevádzkových výnosov, ktoré sú definované ako tržby znížené o prevádzkové náklady, čistý zisk predstavuje prevádzkové a neprevádzkové výnosy po zdanení a odpočítaní mimoriadnych položiek.

prečo sa rast úverov PFI aj napriek spomaleniu udržal aspoň do novembra na relatívne vysokej úrovni. Vývoj podnikov v eurozóne zostal v prvom polroku 2008 relatívne stabilný, čím sa zachoval pretrvávajúci dopyt po úveroch na finančné aktivity. Ďalším faktorom, ktorý k tomuto vývoju prispel, mohlo byť odstúpenie od úverových operácií dohodnutých za priaznivejšej situácie. K dopytu po bankových úveroch mohol prispieť aj substitučný efekt spôsobený nedostatočným financovaním sa prostredníctvom kapitálových trhov, obmedzením interne generovaných zdrojov a útlmom obchodných úverov. Okrem toho prekážky znemožňujúce okamžité zmeny výrobných kapacít a realizáciu programov na zníženie nákladov často bránia uskutočniť zmeny v oblasti podnikových výdavkov v krátkodobom horizonte. To by mohlo sčasti vysvetľovať pretrvávanie dopytu po úveroch v druhom polroku, a to i napriek zhoršovaniu perspektív budúceho rastu.

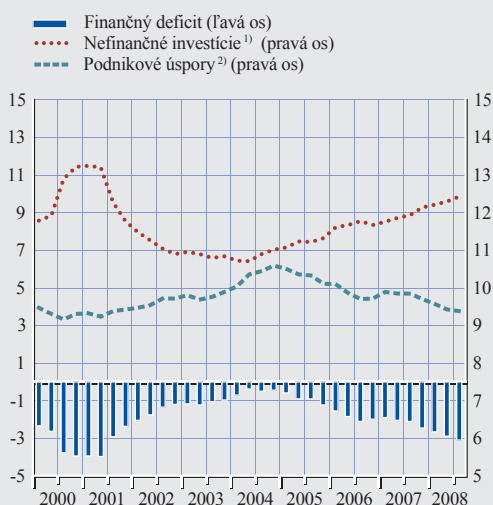
Rast trhového financovania (tak dlhového, ako aj kapitálového) sa spomalil zároveň s prudkým zvýšením nákladov na financovanie. Ročná miera rastu dlhových cenných

papierov vydaných nefinančnými spoločnosťami klesla z približne 9,0 % na začiatku roka na 6,6 % v decembri 2008. Vydávanie krátkodobých dlhových cenných papierov, ktoré sa mierne zvýšilo po začatí turbulencií na finančných trhoch v lete 2007, sa postupne tiež spomalilo. Tento trend potvrdil aj krátkodobý vývoj na základe sezónne upravených údajov. Okrem toho, že tento vývoj prispel k zvýšeniu spreadov, môže odrážať aj pokles aktivity v oblasti fúzií a akvizícií. Miera ročného rastu emisií kótovaných akcií vydaných nefinančnými spoločnosťami počas roka 2008 značne poklesla, až napokon v decembri zaznamenala nulový rast. Celkovo zanedbateľný podiel čistej emisie kótovaných akcií na financovaní podnikového sektora eurozóny v čistom vyjadrení možno pripísať rastúcim reálnym nákladom na kapitálové financovanie a vysokej volatilité podmienok na kapitálových trhoch.

Celkový rast externého financovania nefinančných spoločností, aj keď len mierny, môže súvisieť s väčším deficitom financovania, resp. s čistým objemom úverov, ktorý sa počíta ako rozdiel medzi hrubými úsporami a hrubou tvorbou kapitálu (graf 21). Deficit financovania nefinančných spoločností v eurozóne v roku 2007 a v prvých troch štvrtrokoch 2008 bol spôsobený poklesom podnikových úspor a v menšej miere rastom reálnych investícií vo vzťahu k HDP. Počas prvého polroka 2008 bol pokles podnikových úspor spôsobený najmä rastom úrokových platieb.

**Graf 21 Finančný deficit nefinančných spoločností a jeho hlavné zložky**

(v % HDP; kľúčový priemer za štyri štvrtroky)



Zdroj: ECB.

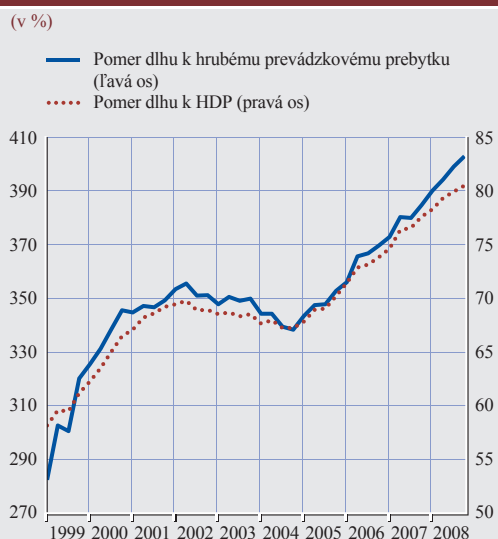
1) Vrátane zásob a akumulovaných nefinančných aktív.

2) Vrátane čistých kapitálových transferov.

### ĎALŠÍ RAST ZADLŽENOSTI PODNIKOV

Pokiaľ ide o vývoj bilančnej pozície nefinančných spoločností eurozóny, výrazný rast dlhového financovania viedol k ďalšiemu zvyšovaniu miery zadlženosti (graf 22). Pomer dlhu k HDP a k hrubému prevádzkovému zisku sa v štvrtom štvrtroku 2008 zvýšil na 80,5 %, resp. 403 %. Po období konsolidácie v období rokov 2002 až 2004 sa miera zadlženosti nefinančných spoločností počas posledných štyroch rokov nepretržite zvyšovala. Pomer dlhu k finančným aktívam nefinančných spoločností sa počas prevažnej časti roka 2008 zvyšoval, čím sa prerušil

**Graf 22 Ukazovatele dlhu nefinančných spoločností**



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty ECB.  
Poznámky: Dlh je vykazovaný na základe štvrťročných účtov európskeho sektora. Zahŕňa pôžičky, emitované dlhové cenné papiere a rezervy penzijných fondov. Zahŕňa informácie do štvrtého štvrťroka 2008.

klesajúci trend, ktorý sa zaznamenal od prvého štvrťroku 2003. Vyššia zadlženosť spolu s rastom úrokových mier počas roka 2008 viedla k významnému zvýšeniu úrokového zaťaženia nefinančných spoločností v čistom vyjadrení.

### 2.3 VÝVOJ CIEN A NÁKLADOV

Priemerná miera inflácie HICP dosiahla v roku 2008 úroveň 3,3 %, čo predstavuje prudký nárast v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi, keď sa ročné miery inflácie pohybovali okolo úrovne 2,2 %, a zároveň zvýšenú hodnotu oproti definícii cenovej stability ECB v strednodobom horizonte (tabuľka 1). Nárast v roku 2008 spôsobili dva špecifické trendy vývoja indexu HICP zaznamenané počas roka: zo zvýšenej úrovne 3,1 % na konci roka 2007 ročná miera inflácie ďalej rástla a v júni a júli 2008 dosiahla maximum na úrovni 4,0 %. Neskôr sa však vývoj obrátil a v posledných mesiacoch roka začala inflácia rýchlo klesať, pričom v decembri dosiahla úroveň 1,6 %.

Výrazne protichodný vývoj celkovej miery inflácie HICP v roku 2008 spôsobil najmä vývoj svetových cien komodít (cien energií, ako aj cien iných komodít vrátane potravín) (graf 23). Obrovský svetový dopyt v prvej polovici roka spôsobil rast svetových cien komodít, ktoré následne dosiahli extrémne vysoké úrovne, zatiaľ čo rapídne spomalenie aktivity v druhej polovici roka, ktoré na konci roka viedlo až k jej poklesu, ceny komodít naopak výrazne stlačilo. Najvýraznejšie sa to prejavilo na cenách ropy, ktoré v prvej polovici roka 2008

**Tabuľka 1 Cenový vývoj**

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

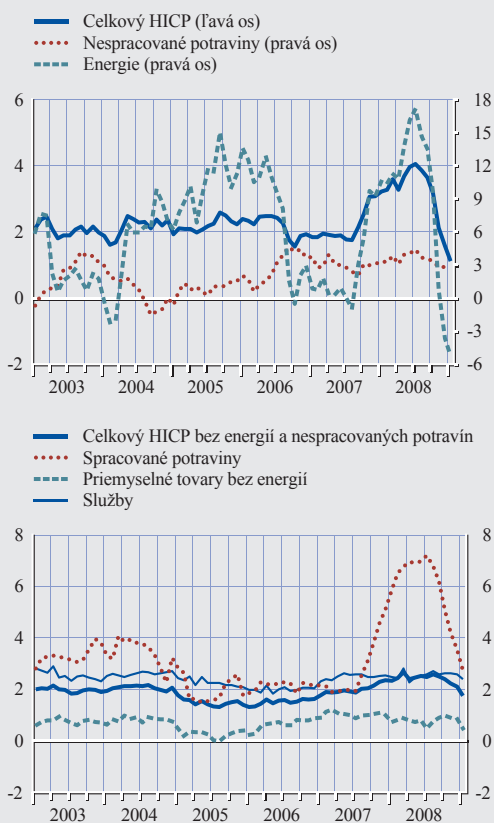
	2006	2007	2008	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2008 Dec.	2009 Jan.
<b>HICP a jeho zložky</b>										
Celkový index	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energie	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Nespracované potraviny	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Spracované potraviny	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Priemyselné tovary bez energií	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Služby	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Ostatné cenové a nákladové ukazovatele</b>										
Ceny priemyselných výrobcov <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Ceny ropy (v EUR za barel) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Ceny komodít <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

Zdroj: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics a výpočty ECB.  
Poznámka: Údaje o cenách priemyselných výrobcov sa týkajú eurozóny vrátane Slovenska.

- 1) Bez stavebníctva.
- 2) Ropa Brent Blend (s dodávkou o jeden mesiac).
- 3) Bez energií; v eurách.

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

(ročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

pokračovali vo vývoji z roku 2007 a prudko rástli, pričom z dôvodu nízkej ponuky a vysokého dopytu zaznamenali na začiatku júla rekordne vysoké hodnoty. V druhej polovici roka sa však ceny ropy dramaticky znížili a rok zakončili na podstatne nižšej úrovni, než na akej ho začínali. Podobne sa vyvíjala aj inflácia cien spracovaných potravín, ktorá

zo zvýšenej úrovne z konca roka 2007, spôsobenej znižujúcimi sa celosvetovými zásobami potravín, prudko rástla. Ku koncu roka sa však vývoj otočil a ceny spracovaných potravín začali rýchlo klesať. Na druhej strane miera inflácie HICP bez energií a potravín (spracovaných i nespracovaných) zostala v roku 2008 relatívne stabilná na úrovni 1,9 %, v porovnaní s 1,8 % v roku 2007.

Náklady práce sa v prvej polovici roka 2008 zvyšovali, čo výrazne tlačilo na rast jednotkových nákladov práce na pozadí cyklického poklesu v raste produktivity práce. Následne začali rásť obavy z rizika významných sekundárnych účinkov na eurozónu, ktoré kulminovali približne v polovici roka. Tieto obavy ustúpili na jeseň, keď došlo k výraznému spomaleniu hospodárstva.

Vnímanie inflácie a inflačné očakávania spotrebiteľov, ktoré v prvej polovici roka významne rástli a dosiahli najvyššie hodnoty od zavedenia eura, začali na konci roka klesať.

#### **NA INFLÁCIU HICP MAL PODSTATNÝ VPLYV VÝVOJ CIEN ENERGIÍ A POTRAVÍN**

Volatilita cien komodít bola počas roka 2008 hlavným faktorom spôsobujúcim podstatné zmeny vo vývoji inflácie HICP v eurozóne. Stabilný rast ročnej miery inflácie, ktorá v júni a júli dosiahla maximum na úrovni 4,0 %, odrážal najmä nárast cien energií, cien priemyselných tovarov a cien potravín (box 4). Následný rýchly pokles inflácie HICP do konca roka na úroveň 1,6 % naopak spôsobilo prudké zníženie cien ropy a mnohých ďalších svetových komodít vrátane potravín, ako aj priaznivý bázičný efekt spôsobený prudkým spomaľovaním hospodárskej aktivity.



## CENY KOMODÍT A INFLÁCIA HICP

Ceny mnohých komodít sa v období od začiatku roka 2005 do júla 2008 prudko zvýšili (graf A). Následne v dôsledku náhleho spomalenia svetovej hospodárskej aktivity významne klesli. Tento vývoj cien, najmä v prípade cien ropy a potravín, vo veľkej miere ovplyvnil spotrebiteľské ceny v eurozóne a spôsobil nárast celkovej inflácie HICP v roku 2008. Tento box sa venuje vplyvu cien komodít na infláciu v eurozóne.<sup>1</sup>

### Priame a nepriame vplyvy

Ceny komodít ovplyvňujú infláciu HICP priamo prostredníctvom okamžitého vplyvu na spotrebiteľské ceny energií a potravín, ktoré tvoria takmer 30 % celkovej inflácie HICP. Môžu mať aj nepriamy vplyv na spotrebiteľské ceny prostredníctvom cien výrobcov, nakoľko firmy premietajú vyššie vstupné náklady do predajných cien, s cieľom udržať si alebo obnoviť svoje ziskové marže.

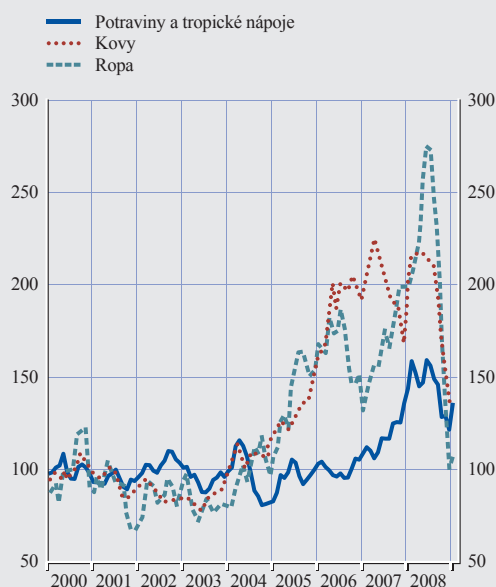
Miera, do akej sú vyššie náklady premietané do ďalších fáz výroby, resp. na spotrebiteľa, závisí od viacerých faktorov, vrátane konkurenčných tlakov na trhu a podmienok hospodárskeho cyklu. Nakoľko sa vyššie náklady prejavujú v ponukovom reťazci pomalšie, nepriame vplyvy sa vo všeobecnosti považujú za oneskorené a trvajú dlhšie než priame vplyvy.

Údaje naznačujú, že rast celkovej miery inflácie HICP od augusta 2007 spôsobovali do veľkej miery priame a nepriame vplyvy rastúcich cien komodít. Ceny spracovaných a nespracovaných potravín a energií, zložiek indexu HICP najviac vystavených šokom, sa do júla 2008 výrazne zvyšovali, zatiaľ čo miera inflácie bez potravín a energií sa v tom istom období takmer nemenila (graf B).

Nepriame vplyvy sa prejavili aj pri iných zložkách indexu HICP, ktoré ako výrobné suroviny používajú ropu a nespracované potraviny. Ceny prepravných služieb a dovolenkových zájazdov, ako aj ceny v reštauráciách, teda oblasti v rámci zložky služieb využívajúce ropu a potraviny ako výrobné vstupy v roku 2008 významne rástli spolu s cenami komodít (graf C). Tento nárast však okrem vyšších cien ropy a potravín môže odrážať aj iné faktory, ako napríklad vývoj miezd a silný dopyt zo strany spotrebiteľov, a to najmä v prvej polovici roka.

### Graf A Ceny komodít

(mesačné údaje v eurách; index: 2000 = 100)

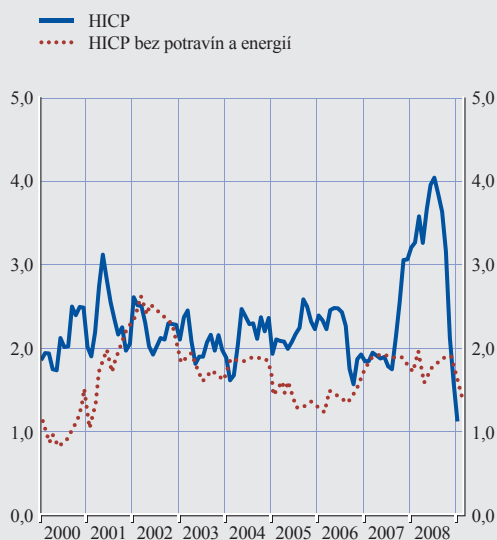


Zdroj: Hamburg Institute of International Economics a výpočty ECB.

<sup>1</sup> Pozri článok „Oil prices and the euro area economy“ a box s názvom „Recent oil price developments and their impact on euro area prices“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra, resp. júla 2004.

**Graf B Inflácia HICP**

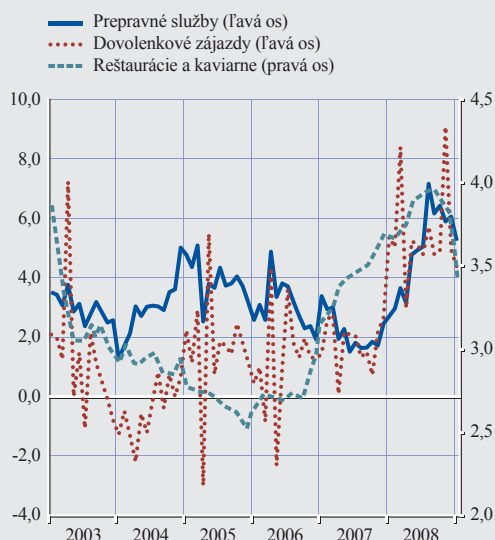
(ročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

**Graf C Vybrané zložky služieb indexu HICP**

(ročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

### Sekundárne vplyvy

Okrem priamych a nepriamych vplyvov, ktoré sú označované ako primárne vplyvy, nárast cien komodít so sebou prináša aj riziko takzvaných sekundárnych vplyvov, ktoré ďalej zvyšujú tlak na rast spotrebiteľských cien. Sekundárnymi vplyvmi nazývame zvýšenie spotrebiteľských cien nad rámec primárnych vplyvov v dôsledku vplyvu šoku na mzdové vyjednávanie a správanie v oblasti cenotvorby. Zvýšenie inflácie z dôvodu priamych a nepriamych vplyvov vyšších cien komodít môže viesť k sekundárnym vplyvom, ak sa hospodárske subjekty (najmä subjekty tvoriace ceny a mzdy) snažia vynahradiť si stratu reálneho príjmu v dôsledku inflačných šokov z minulosti. Následne to môže mať dopad na inflačné očakávania a ešte viac ovplyvniť správanie v oblasti tvorby miezd a cien. Odstránenie prechodného inflačného šoku tak môže byť veľmi nákladné.

Pravdepodobnosť, že komoditný cenový šok spôsobí sekundárne vplyvy, závisí od niekoľkých faktorov vrátane cyklickej pozície hospodárstva, flexibility tovarových trhov a trhov práce (najmä prítomnosti automatických indexačných mechanizmov ovplyvňujúcich mzdové vyjednávanie a postupy cenotvorby), tvorby mechanizmov inflačných očakávaní, no hlavne dôveryhodnosti centrálnej banky.

Inflačné očakávania a vývoj nákladov práce sa využívajú na monitorovanie rizík sekundárnych vplyvov. Inflačné očakávania v prieskumoch profesionálnych prognostikov sa v období od polovice roka 2007 do polovice roka 2008 mierne zvýšili. Očakávania súvisiace s mierou rovnovážnej inflácie odvodené z dlhopisových výnosov nasledovali v rovnakom období jasný rastúci trend, no po zhoršení situácie na finančných trhoch a následnom poklese cien ropy sa tento trend otočil (graf D). Údaje o vývoji mzdového vyjednávanie počas roka 2008 tiež

naznačujú vysoký rast miezd v niektorých krajinách eurozóny, aj keď je náročné presne určiť podiel sekundárnych vplyvov na tomto raste (podrobnejšie informácie o vývoji miezd v eurozóne sú v boxe 5).

Zatiaľ čo priamym, resp. mechanickým vplyvom vysokých cien komodít na spotrebiteľské ceny sa nedá vyhnúť a materializácia nepriamych vplyvov závisí od prenosu šoku v rámci cenového reťazca, rozsiahlym inflačným tlakom v dôsledku sekundárnych vplyvov sa treba bezpodmienečne vyhnúť. Úlohou menovej politiky zameranej na udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte je zabezpečiť, aby komoditné cenové šoky neovplyvňovali dlhodobšie inflačné očakávania a nevyvolávali rozsiahle tlaky na rast cien. V dôsledku zvyšujúcich sa inflačných tlakov ECB v júli 2008 rozhodla o zvýšení kľúčových úrokových sadzieb s cieľom stabilizovať inflačné očakávania. Úrokové sadzby však neskôr opäť klesli, nakoľko sa ukázalo, že prudký pokles cien komodít a hospodárske spomalenie majú na inflačné tlaky výrazne tlmiaci účinok.

**Graf D Dlhodobšie inflačné očakávania z prieskumov a rovnovážna miera inflácie**

(ročná percentuálna zmena)



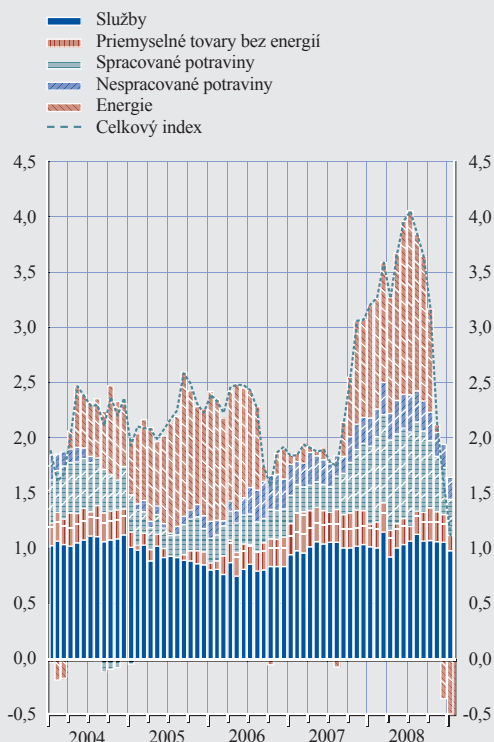
Zdroj: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, ECB, Reuters a výpočty ECB.  
Poznámka: Dlhodobšie inflačné očakávania sa získavajú polročne z prieskumov Consensus Economics a štvrťročne z prieskumov Survey of Professional Forecasters a Euro Zone Barometer.  
Posledné zisťovanie: rovnovážna miera inflácie: 17. február 2009; Survey of Professional Forecasters a Euro Zone Barometer: január 2009; Consensus Economics: október 2008.

Významné pohyby v energetickej zložke HICP, ktorá má v celkovom indexe HICP váhu 9,8 %, odrážali prudké zmeny cien kvapalných palív (napríklad benzínu, nafty a vykurovacieho oleja) vyplývajúce z globálnych cien ropy, v kombinácii s oneskorenou reakciou neropných surovín (elektrina a zemný plyn), ktoré na ceny ropy reagujú o niečo neskôr (graf 24). Ceny ropy v eurách boli v júni 2008 o približne 63 % vyššie ako pred rokom. V decembri 2008 už boli o 49 % nižšie ako rok predtým, čo predstavuje pokles v porovnaní s rekordnou úrovňou z júna 2008 o približne 63 %. Zvýšený medziročný profil cien ropy ešte umocnili významné pohyby marží rafinérií. Medziročný rast cien energií v rámci indexu HICP zaznamenal v júli 2008 maximum na úrovni 17,0%, v porovnaní s 9,1% v decembri 2007, pričom neskôr došlo k ich výraznému pádu a v decembri dokonca zaznamenali záporný rast -3,6 %.

Medziročný rast zložky spracovaných potravín v indexe HICP eurozóny zaznamenal podobný vývoj ako energetická zložka. Na jeseň roku 2007 ceny spracovaných potravín významne rástli a od polovice roka 2008 začali prudko klesať. Ceny spracovaných potravín zaznamenali v júli 2008 rekordný medziročný rast na úrovni 7,2 %, v porovnaní s 2,0 % v júli 2007, pričom v decembri 2008 sa rast spomalil na 3,6 %. Na rast a neskorší pokles cien spracovaných potravín vplývali najmä globálne ceny poľnohospodárskych komodít, napríklad chleba a obilnín, mliečnych výrobkov, a tiež olejov a tukov. Priemerná inflácia cien spracovaných potravín dosiahla v roku 2008 hodnotu 6,1 %, zatiaľ čo v roku 2007 to bolo iba 2,8 %. Na druhej strane ceny nespracovaných potravín vzrástli v roku 2008 o 3,5 %, v porovnaní s 3,0 % v roku 2007.

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

(ročný podiel v percentuálnych bodoch; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V dôsledku chýb pri zaokrúhľovaní súčet jednotlivých zložiek nemusí presne zodpovedať celkovému indexu.

Miera inflácie HICP bez energií a potravín (spracovaných i nespracovaných) bola počas roka 2008 relatívne stabilná. Vplyv podstatne vyšších cien vstupov zapríčinených vysokými cenami komodít (energetických i neenergetických) zmierňovali tlmiace účinky nižšieho tlaku dovozných cien v dôsledku zhodnocovania eura v prvej polovici roka, silnej medzinárodnej konkurencie a priaznivého bázičného efektu súvisiaceho so skutočnosťou, že zvýšenie DPH v Nemecku 1. januára 2007 o 3 percentuálne body prestalo začiatkom roka 2008 ovplyvňovať mieru inflácie.

Ceny neenergetických priemyselných tovarov sa v roku 2008 zvýšili o 0,8 %, čo predstavuje mierne spomalenie v porovnaní s nárastom o 1,0 % zaznamenaným v roku 2007. Napriek

tlakom na rast vstupných nákladov signalizovaným domácimi výrobcami a vysokej miere využitia výrobných kapacít sa inflácia neenergetických priemyselných tovarov v prvej polovici roka 2008 spomalila. V porovnaní s júlom sa mierne zvýšila, okrem iného následkom prudkého zhodnocovania amerického dolára v druhej polovici roka a nezvyčajne vysokých sezónnych zliav, ktoré v lete ovplyvnili ceny textilu.

Inflácia cien služieb bola počas roka 2008 relatívne stabilná, aj keď v dôsledku významného rastu v roku 2007 dosahovala zvýšené hodnoty na úrovni 2,5 %. Zatiaľ čo nárast svetových cien komodít – najmä ropy a potravín – mohol nepriamo prispieť k trvalému vplyvu na niektoré komponenty služieb, napríklad prepravné služby, reštaurácie a kaviarne, iné zložky služieb, napríklad telekomunikácie, ktoré zaznamenali významný pokles, toto zvýšenie vo veľkej miere vykompenzovali.

#### **VYŠŠIA PRIEMERNÁ MIERA INFLÁCIE CIEN VÝROBCOV POČAS ROKA 2008 A JEJ VÝZNAMNÝ POKLES DO KONCA ROKA**

Tlaky na rast cien v ponukovom reťazci boli na konci jari extrémne vysoké, a to v dôsledku vysokej miery inflácie cien komodít, ktorá ešte znásobovala obavy zo zvýšenia inflácie. Tieto tlaky sa však počas leta postupne znižovali a v posledných mesiacoch roka sa ich pokles sprevádzaný klesajúcimi cenami indexu (bez energií a stavebníctva) ešte zrýchlil, najmä v súvislosti s rýchlym poklesom cien komodít a slabnúcim tlakom na výrobné faktory (kapitál a pracovnú silu).

Ročná miera zmeny cien priemyselných výrobcov (bez stavebníctva) v eurozóne v roku 2008 predstavovala 6,2 %, čo bolo podstatne viac ako v roku 2007 (2,8 %). Po dosiahnutí rekordnej úrovne 9,2 % v júli 2008 sa medziročná miera inflácie cien výrobcov prudko znížila na 1,7 % v decembri, predovšetkým v dôsledku vývoja cien energií a potravín. Ročná miera zmeny cien výrobcov energie dosiahla najvyššiu úroveň 24,9 % v júli 2008, no do decembra klesla na 1,6 %.

Ročná miera rastu cien priemyselných výrobcov bez stavebníctva a energií zaznamenala najvyššiu hodnotu 4,4 % v júli a následne klesla na 1,6 % v decembri. Tento vývoj ovplyvnil v rôznych obdobiach a rôznou mierou ceny polotovarov a spotrebného tovaru, no mal menší vplyv na ceny investičného tovaru (graf 25).

Inflácia cien polotovarov v prvých ôsmich mesiacoch roka rástla a v auguste dosiahla rekordnú hodnotu 6,0 %. V prvej polovici roka boli ceny polotovarov pod tlakom neustále rastúcich cien priemyselných surovín a energií. V druhej polovici roka však pokles cien energií na svetových trhoch a spomalenie aktivity stlmilo vývoj cien produktov v mnohých oblastiach sektora polotovarov. Na konci roka klesali v dôsledku prudkého spomalenia aktivity ceny mnohých produktov.

Vývoj medziročnej miery rastu cien kapitálových tovarov bol oneskorený a miernejší, pričom v septembri sa ceny zvýšili iba o 2,2 % (v porovnaní s poklesom zaznamenaným v roku 2007) a do konca roka sa ich rast v dôsledku

vyššej konkurencie spôsobenej prudkým poklesom dopytu ešte spomalil.

V ďalšej časti výrobného reťazca ceny spotrebných tovarov nadviazali na prudký nárast zaznamenaný v posledných mesiacoch roka 2007 a aj v prvej polovici roka 2008 pokračovali v raste. Ročná zmena celkových cien spotrebného tovaru sa v marci 2008 zvýšila na 4,7 %, čo predstavuje najvyššiu úroveň od vzniku menovej únie v roku 1999. Na rast cien vplývali najmä ceny spotrebného tovaru krátkodobej spotreby, ktoré sa ocitli pod tlakom svetových cien potravín. Po vylúčení cien tabaku a potravín však ročné tempo rastu cien spotrebného tovaru zostalo po celý rok bez zmeny.

Všeobecné zníženie dopytu v eurozóne sa do konca roka podpísalo pod náročnejšie konkurenčné prostredie vo viacerých častiach výroby. Zvýšená konkurencia na trhu spolu s klesajúcimi svetovými cenami komodít spôsobila pokles, resp. stabilizáciu vstupných cien i cien produktov tak vo výrobe, ako aj v oblasti služieb.

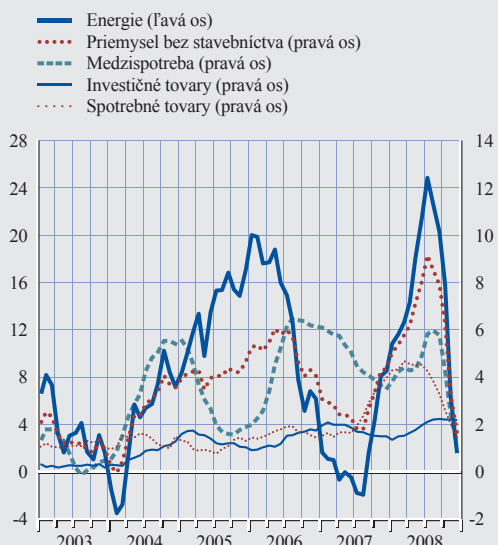
### NÁKLADY PRÁCE VÝRAZNE VZRÁSTLI

Dostupné ukazovatele nákladov práce v eurozóne naznačujú po rokoch mierneho rastu miezd ich podstatný nárast na prelome rokov 2007 a 2008. Priemerné ročné tempo rastu odmeny na zamestnanca v prvých troch štvrtrokoch dosiahlo 3,3 %, čo predstavuje podstatne vyššiu mieru rastu, než aká bola zaznamenaná v rokoch 2005 až 2007, keď sa v priemere pohybovala v rozpätí 1,8 % až 2,5 % (tabuľka 2). V prípade hodinovej odmeny bol zaznamenaný podobný vývoj, aj keď prvý štvrtrok 2008 poznačil skorý termín veľkonočných sviatkov, ktoré sa podpísali pod nárast v danom štvrtroku. Nárast zaznamenali aj dojednané mzdy, ktoré sa zvýšili o 2,9 % v prvej polovici, resp. o 3,4 % v treťom a 3,5 % v štvrtom štvrtroku 2008, čo predstavuje zvýšené hodnoty v porovnaní s nárastom 2,1 až 2,3 % v predchádzajúcich rokoch.

Rýchlejšia rast miezd v prvej polovici roka mohli – až na niektoré rozdiely v raste zamestnanosti na rôznych mzdových úrovniach – odzrkadľovať pretrvávajúci nedostatok pracovných síl na

**Graf 25 Štruktúra cien priemyselných výrobcov**

(ročná percentuálna zmena; mesačné údaje)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Slovenska.

**Tabuľka 2 Ukazovatele nákladov práce**

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)

	2006	2007	2008	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Dojednané mzdy	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Celkové hodinové náklady práce	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Odmena na zamestnanca	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Informatívne položky</i>								
Produktivita práce	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Jednotkové náklady práce	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Zdroj: Eurostat, národné údaje a výpočty ECB.

trhu práce a priamy a nepriamy vplyv vývoja HICP v minulosti. Významný nárast svetových cien komodít, veľký nedostatok pracovných síl na trhu práce a veľmi oneskorený vplyv vývoja hospodárskej aktivity na náklady práce v polovici roka 2008 zvýšili riziko, že sekundárne vplyvy, súvisiace predovšetkým s indexáciou miezd na základe vysokej miery inflácie (aj keď išlo iba o dočasnú infláciu) by mohli prevážiť akýkoľvek tlmiaci účinok, ktorý by na náklady práce malo predpovedané postupné spomaľovanie aktivity.

Rýchle zmiernenie globálnych inflačných tlakov, ktoré celkovú mieru inflácie do decembra 2008 znížilo pod úroveň 2 %, spolu s náhlým a nad očakávania výrazným spomaľením aktivity v eurozóne významne znížili riziko materializácie rozsiahlych sekundárnych účinkov. Od podnikov sa očakávalo prijatie opatrení, ktoré im v súvislosti s neistými vyhliadkami pre eurozónu umožnia obmedziť náklady práce. K zmierneniu tlakov na rast mzdových nákladov prispelo aj prudké zhoršenie podmienok na trhu práce.

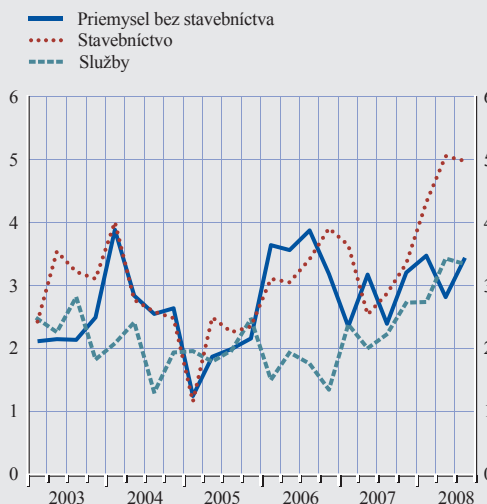
Sektorové údaje naznačujú rôznorodé správanie v jednotlivých sektoroch. Všetky ukazovatele nákladov práce rástli v roku 2008 predovšetkým v oblasti stavebníctva, čo do istej miery mohli spôsobiť zmeny v skladbe zamestnanosti, keďže výpovede dostávali slabšie platení pracovníci a súviseli s výraznými regionálnymi rozdielmi. Výrazne sa zvýšila aj odmena na zamestnanca v sektore služieb, najmä v oblasti netrhových služieb (graf 26). Naopak priemerná miera inflá-

cie nákladov práce sa zvýšila iba mierne a počas roka 2008 vykazovala vysoký stupeň volatility.

V súvislosti so spomaľením aktivity a očakávaným nepriaznivým cyklickým vplyvom na produktivitu práce jednotkové náklady práce rýchlo rástli a znižovali podnikom marže. Ročná miera rastu produktivity práce sa počas prvých troch štvrtrokov 2008 znížila v priemere na 0,2 %, v porovnaní s 1 % v rokoch 2006 a 2007. V treťom štvrtroku miera rastu produktivity práce zaznamenala dokonca záporné hodnoty. Ročná miera rastu jednotkových nákladov

**Graf 26 Odmena na zamestnanca podľa sektorov**

(ročná percentuálna zmena; štvrťročné údaje)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Slovenska.

práce z toho dôvodu vzrástla z 1,6 % v treťom štvrtroku 2007 na 3,6 % v treťom štvrtroku 2008. Za prvé tri štvrtroky 2008 sa jednotkové náklady práce medziročne zvýšili o 3,2 %, v porovnaní s priemerným tempom rastu 1,7 % v roku 2007, resp. 0,9 % v roku 2006. Rýchly rast jednotkových nákladov práce znižoval počas roka 2008 zisky, nakoľko firmy neboli schopné plne sa vysporiadať so zvýšenými nákladmi. Ukazovateľ celkovej ziskovej marže, meraný ako rozdiel medzi tempom rastu deflátoru HDP a jednotkových nákladov práce, po rokoch rastu vykázal pokles. Marže sa v prvých troch štvrtrokoch 2008 znížili v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka v priemere o 0,9 percentuálneho bodu, po raste o 0,9 percentuálneho bodu v roku 2007.

#### RAST CIEN NEHNUTEĽNOSTÍ NA BÝVANIE SA ĎALEJ SPOMALOVAL

Ceny nehnuteľností na bývanie, ktoré nie sú zahrnuté do merania indexu HICP, v prvom polroku 2008 spomalili svoj rast a pokračovali tak v trende sledovanom už od druhej polovice roka 2005. Podľa najnovších odhadov ročná miera rastu cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne ako celku v prvom polroku 2008 klesla na 2,7 %, z 3,9 % v druhom polroku 2007 (graf 27). Napriek určitým rozdielom údaje z jednotlivých krajín potvrdzujú,

že postupné klesanie tempa rastu cien nehnuteľností na bývanie zasiahlo v prvej polovici roka 2008 takmer celú eurozónu. Nárast cien nehnuteľností na bývanie sa v porovnaní s obdobím rokov 2006 a 2007 výrazne spomalil v Belgicku, Španielsku a Francúzsku. V druhom polroku 2007 začali ceny nehnuteľností na bývanie klesať v Írsku a v prvom polroku 2008 aj na Malte. V Taliansku, Holandsku, Portugalsku a Rakúsku však bol nárast cien nehnuteľností na bývanie v prvom polroku 2008 takmer porovnateľný s rokom 2007. V Nemecku, po období tlmeného vývoja, zaznamenali ceny nehnuteľností na bývanie v roku 2008 mierny nárast.

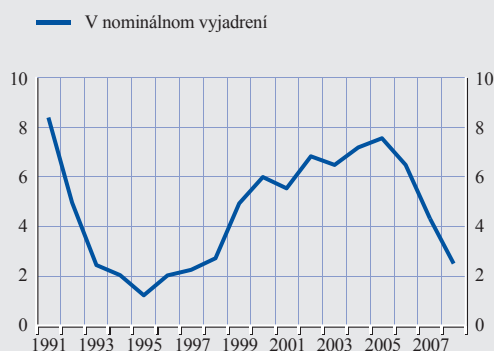
#### VÝVOJ VNÍMAanej INFLÁCIE A INFLAČNÝCH OČAKÁVANÍ

Prudký nárast celkovej inflácie v prvom polroku 2008 zvýšil dôležitosť vnímania inflácie a inflačných očakávaní pri odhadovaní budúceho vývoja inflácie. Ukazovateľ Európskej komisie, ktorý meria kvalitatívne vnímanie inflácie u spotrebiteľov za posledných 12 mesiacov, pokračoval v raste a v druhom polroku 2008 dosiahol úroveň nezaznamenanú ani tesne po prechode na hotovostné euro v januári 2002 (graf 28).

Do konca roka však tento ukazovateľ mierne klesol. Podobne rástli v prvých mesiacoch

**Graf 27 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v eurozóne**

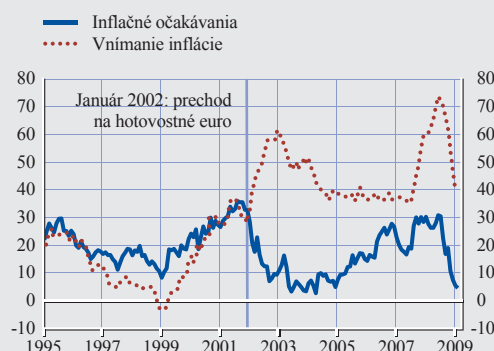
(ročná percentuálna zmena; ročné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB založené na neharmonizovaných národných údajoch.  
Poznámka: Údaje za rok 2008 sú z prvého polroka.

**Graf 28 Kvalitatívne vnímanie inflácie a inflačné očakávania spotrebiteľov eurozóny**

(percentuálne rozdiely; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Prieskumy Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi.  
Poznámka: Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Slovenska.

roka 2008 aj inflačné očakávania spotrebiteľov na najbližších 12 mesiacov (očakávania v prieskume treba hodnotiť na pozadí namerných hodnôt vnímanej inflácie). Od leta však tento ukazovateľ začal klesať a do konca roka dosiahol nižšie úrovne. Prieskum Európskej komisie však meria krátkodobé očakávania (ktoré úzko súvisia s vnímanou infláciou), a teda nehodnotí dlhodobé očakávania, ktoré sú z pohľadu menovej politiky dôležitejšie. Informácie získané od profesionálnych prognostikov naznačujú, že dlhodobé inflačné očakávania na 5 rokov dopredu zostávajú v prieskumoch ukotvené na úrovni približne 2,0 % bez ohľadu na skutočnosť, že v polovici roka sa objavili náznaky rastu týchto očakávaní a vyšších rizík. Neskoršie prieskumy Consensus Economics, Euro Zone Barometer a ECB Survey of Professional Forecasters tieto náznaky vyvrátili. Rovnovážne miery inflácie odvodené od inflačne indexovaných dlhopisov a swapov v eurozóne (pri použití implikovanej ročnej rovnovážnej miery inflácie očakávanej

o štyri roky) sa do polovice roka 2008 postupne zvýšili na viac ako 2,5 %. Na jeseň sa ale vývoj obrátil a do konca roka klesli na úroveň 1,8 %. Tieto trhové ukazovatele (predovšetkým ukazovatele týkajúce sa dhopisov) však v danom období skresľovali náhle výkyvy v preferenciách investorov a portfóliové presuny. Niekoľko ukazovateľov z prieskumov a trhových ukazovateľov poukazovalo do polovice roka 2008 na zreteľné riziko neukotvených inflačných očakávaní, ktoré vyžadovali jasný, no zároveň vyvážený signál zo strany ECB. Do konca roka sa inflačné očakávania vrátili na prijateľnejšie úrovne.

## 2.4 PRODUKCIA, DOPYT A VÝVOJ NA TRHU PRÁCE

### PRUDKÉ SPOMALENIE HOSPODÁRSKEJ AKTIVITY

Tempo rastu reálneho HDP sa v roku 2008 znížilo na 0,8 %, v porovnaní s pomerne vysokým tempom rastu v rokoch 2007 a 2006 na úrovni

Tabuľka 3 Štruktúra rastu reálneho HDP

(percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak; očistené od sezónnych vplyvov)

	Ročná miera rastu <sup>1)</sup>								Štvrťročná miera rastu <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Reálny hrubý domáci produkt z toho:	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
Domáci dopyt <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Súkromná spotreba	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Vládna spotreba	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.
Tvorba hrubého fixného kapitálu	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Zmena stavu zásob <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Čistý vývoz <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Vývoz <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Dovoz <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Reálna hrubá pridaná hodnota z toho:													
Priemysel bez stavebníctva	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Stavebníctvo	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Výhradne trhové služby <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Údaje sú očistené od sezónnych vplyvov a čiastočne aj od vplyvu počtu pracovných dní, keďže nie všetky krajiny eurozóny vykazujú štvrťročné rady národných účtov očistené od vplyvu počtu pracovných dní. Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Slovenska.

1) Percentuálna zmena oproti tomu istému obdobiu predchádzajúceho roka.

2) Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku.

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

4) Vrátane akvizícií po odpočítaní poskytnutých cenností.

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

6) Zahŕňa obchod a opravy, hotely a reštaurácie, dopravu a telekomunikácie, finančné sprostredkovanie, služby v oblasti nehnuteľností a prenájmu a obchodné činnosti.



2,7 %, resp. 3,0 % (tabuľka 3). Relatívne pozitívny začiatok roka vystriedalo v polovici roka prudké spomalenie aktivity, ktoré spôsobil slabnúci domáci dopyt a výrazné oslabenie svetového hospodárstva. Rok sa v dôsledku opätovných turbulencií na finančných trhoch a v podstate bezprecedentného útlmu globálnej aktivity a dopytu skončil prudkým spomalením ekonomickej aktivity.

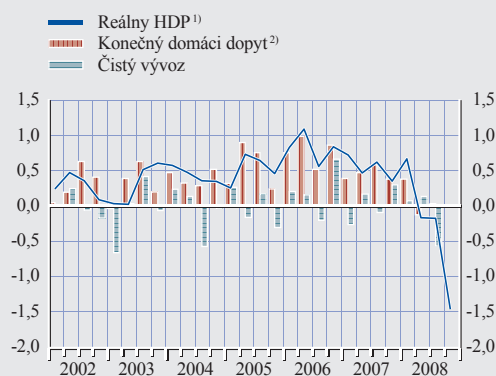
Štvrťročné tempo rastu ovplyvnilo niekoľko technických faktorov. Vysoký rast HDP v prvom štvrťroku na úrovni 0,7 % odrážal nezvyčajne miernu zimu v mnohých častiach Európy, ktorá podporila rast v oblasti stavebníctva a následne rast investícií, a na začiatku roka pozitívne prispela k rastu zo zásob. Ústup týchto faktorov sa v druhom štvrťroku 2008 podieľal na štvrťročnom poklese HDP o 0,2 %. Odhliadnuc od technických faktorov, prvý polrok 2008 naznačil pokračovanie mierneho spomaľovania aktivity zaznamenaného počas roka 2007, pričom štvrťročné tempo rastu HDP sa znížilo z 0,5 % na 0,25 %. Iba polovica štvrťročného rastu v prvej časti roka bola spôsobená domácim dopytom, v rámci ktorého sa utlmila najmä spotreba a investície do nehnuteľností na bývanie. Druhú polovicu môžeme pripísať čistému vývozu.

Zahraničný dopyt sa však v lete začal výrazne znižovať, keďže hospodárstvo Spojených štátov sa opäť začalo spomaľovať a aktivita v rozvíjajúcich sa ekonomikách, ktorá sa dovtedy javila ako odolná voči účinkom globálneho spomalenia, sa znížila (graf 29).

Náhle a výnimočne rozsiahle zhoršenie situácie na finančných trhoch a následná zvýšená miera neistoty spôsobili od septembra 2008 prudký pokles hospodárstva (o 1,5 % na štvrťročnej báze). Podniky boli nútené reagovať na náhly prepad objednávok odsúvaním plánov na rozvoj a znižovaním zásob z dôvodu nákladnejšieho a ťažšieho prístupu k úverom, zatiaľ čo domácnosti zvyšovali svoje úspory v reakcii na zvýšenú mieru neistoty spôsobenú krátkodobými vyhládkami na zamestnanie a negatívnymi vplyvmi na ich bohatstvo.

**Graf 29 Príspevky k štvrťročnému rastu reálneho HDP**

(štvrťročné príspevky v percentuálnych bodoch; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

1) Percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku.

2) Definované ako domáci dopyt bez zmien v stave zásob.

## ROZSIAHLE SPOMALENIE RASTU HDP

Pokles dopytu v roku 2008 sa prejavil v širokej škále zložiek HDP. Zahraničný dopyt sa znížil, keďže v rozvinutých ekonomikách došlo k spomaleniu aktivity a na rozvíjajúce sa ekonomiky čoraz viac doliehalo napätie na finančných trhoch. Významne sa oslabil aj domáci dopyt. Rast cien komodít v prvom polroku výrazne ovplyvnil reálny príjem domácností, zatiaľ čo ochladenie na trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie viedlo k rýchlemu poklesu investícií do rezidenčných nehnuteľností. Objem podnikových investícií sa znížil v dôsledku doznievajúcich kapacitných tlakov, obnovennej neistoty a horších podmienok financovania.

Tempo rastu spotreby domácností sa počas roka z dôvodu nižšieho rastu reálnych príjmov, klesajúceho finančného bohatstva, menej priaznivých úverových podmienok a zhoršujúcich vyhládkov na trhu práce významne znížilo. Súkromná spotreba sa v roku 2008 zvýšila zhruba o 0,6 % v porovnaní s 1,7 % v roku 2007. Medziročnú mieru rastu v plnom rozsahu ovplyvnil efekt prenosu z roku 2007, nakoľko spotreba počas roka 2008 rástla iba v jednom štvrťroku. Aj keď sa rast nominálnych príjmov domácností počas väčšiny roka vyvíjal pozitívne, čo spôsobil najmä vysoký rast odmien zamestnancom

(v dôsledku zvyšovania odmeny na zamestnanca a naďalej neovplyvnenej zamestnanosti), reálne disponibilné príjmy domácností podstatne znížila rastúca miera inflácie HICP. Vysoký nárast cien komodít zvýšil náklady domácností na typický spotrebný kôš, zatiaľ čo medziročné tempo rastu ich reálnych disponibilných príjmov kleslo na najnižšiu úroveň od roku 2003 (v priemere na približne 0,7 % počas prvých troch štvrtrokov 2008). Domácnosti zareagovali opatrne, pričom namiesto vyrovnania spotreby a zníženia úspor sa rozhodli obmedziť spotrebu.

Zatiaľ čo posledný cyklus vo všeobecnosti charakterizovala najmä tlmená spotreba domácností, pretrvávajúca nepriaznivá situácia na finančných trhoch tiež mohla prispieť k rastúcej nechuti domácností míňať. Nižšiu spotrebu domácností a nárast preventívnych úspor spôsobil veľký pokles finančného bohatstva domácností v dôsledku prepadu akciových trhov, a to buď preto, že niektoré straty boli vnímané ako nenávratné, alebo kvôli zvýšenej neistote správdzajúcej ekonomické vyhliadky. K zhoršeniu spotrebiteľskej nálady prispela aj nepriaznivá perspektíva vývoja na pracovnom trhu. Ukazovatele dôvery spotrebiteľov, ktoré v polovici roka 2007 dosahovali rekordne vysoké hodnoty, klesli na začiatku roka 2008 na dlhodobu priemernú úroveň, z ktorých sa do konca roka prepadli ešte hlbšie (graf 30).

Rast celkového objemu investícií sa po dvoch rokoch pomerne rýchleho rastu (5,8 % v roku 2006 a 4,2 % v roku 2007) v roku 2008 prudko oslabil zhruba na 0,6 %, keď štvrtročné poklesy v posledných troch štvrtrokoch vyvážili pozitívne efekty prenosu z roku 2007 a zo silného prvého štvrtroka, v ktorom sa prejavil pozitívny vplyv priaznivého počasia (čo negatívne ovplyvnilo druhý štvrtrok). Spomalenie sa prejavilo viac na investíciách do nehnuteľností na bývanie než na ostatných súkromných investíciách.

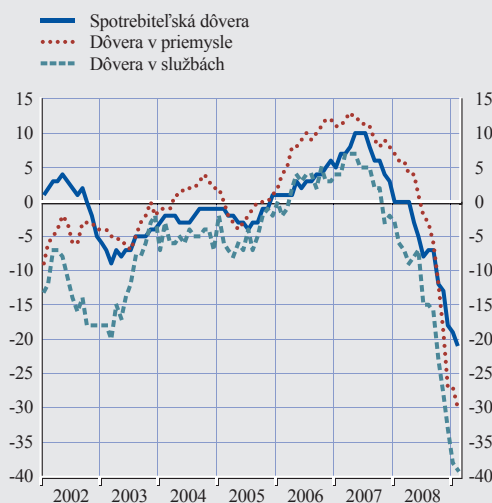
Objem investícií do nehnuteľností na bývanie sa v roku 2008 znížil a potvrdil tak koniec fázy rastu obchodného cyklu v tejto oblasti stavebného priemyslu z roku 2007, spôsobený spomalením rastu cien nehnuteľností na bývanie.

Pokles sa dotkol najmä krajín, v ktorých bolo v predchádzajúcich rokoch zaznamenané vysoké tempo ich rastu. Prieskum Eurosystemu zameraný na bankové úvery zaznamenal od nástupu finančnej krízy v lete roku 2007 podstatne nižší dopyt po úveroch na bývanie spôsobený poklesom na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie. V tom istom období bolo zaznamenané aj významné sprísňovanie úverových podmienok.

Podnikové investície, ktoré v roku 2007 rástli v dôsledku vysokej ziskovosti a vysokej miery využívania kapacít rýchlym tempom, sa po dynamickom prvom polroku 2008 v druhej polovici roka tiež významne oslabili. Obrat vo vývoji podnikových investícií súvisel do určitej miery s klesajúcim dopytom a následnými doznievajúcimi kapacitnými tlakmi, nižšou ziskovosťou v dôsledku neúplného prenesenia vysokých cien komodít z prvej časti roka, prudkým nárastom jednotkových nákladov práce počas roka a horšími podmienkami financovania.

**Graf 30 Indikátory dôvery**

(rozdiel v percentách; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Prieskumy Európskej komisie medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi.

Poznámka: Údaje o spotrebiteľskej dôvere a dôvere v priemysle sú vypočítané ako odchýlka od priemeru za obdobie od januára 1985 a o dôvere v službách od apríla 1995.

Podmienky financovania, ktoré sa zhoršovali od začiatku finančných turbulencií, sa výrazne sprísnil v septembri 2008, čo podstatne zvýšilo náklady na trhové financovanie, ako aj celkové reálne náklady na financovanie (agregátna hodnota spájajúca náklady na financovanie dlhopismi a emisiou akcií a náklady na bankové úvery). Počet firiem, ktoré označili financovanie za obmedzujúci faktor výroby, však i napriek tomu zostal v roku 2008 nízky. Dôvodom bol vysoký objem vlastných zdrojov a skutočnosť, že vplyv horších úverových podmienok sa zvyčajne prejaví až oneskorene, keďže firmy sa môžu spoliehať na vopred dohodnuté úvery. Navyše, počet priemyselných podnikov označujúcich nedostatok zariadení alebo priestoru za obmedzujúci faktor výroby sa po rekordnej hodnote v treťom štvrtroku 2007 prudko znížil, zatiaľ čo miera využitia priemyselných kapacít sa v októbri 2008 vrátila na dlhodobu priemernú úroveň. Firmy čelili aj zvýšenej neistote v súvislosti s hospodárskymi vyhliadkami, čo dokazovala nezvyčajne vysoká miera volatility finančných trhov (najmä v posledných mesiacoch roka 2008) a nezvyčajne veľký rozptyl v prognózach vývoja HDP na štvrtý štvrtrok 2008 v rámci prieskumu ECB Survey of Professional Forecasters.

Tempo rastu vývozu eurozóny sa v roku 2008 podstatne spomalilo a dosiahlo medziročnú úroveň zhruba 1,8 %, v porovnaní s rastom o 6,0 % v roku 2007, pričom v posledných troch štvrtrokoch dosiahlo záporné hodnoty. Externé prostredie sa v roku 2008 v dôsledku finančnej krízy zásadne zhoršilo, rast vo vyspelých ekonomikách sa spomaľoval a tieto dopady boli čoraz citeľnejšie aj v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Niekoľko ukazovateľov vývozných a nevybavených objednávok kleslo v posledných mesiacoch roka na historicky nízke úrovne. V roku 2008 klesal aj dovoz do eurozóny, a to v dôsledku slabého domáceho dopytu. Po

dvoch rokoch kladného príspevku malo čisté saldo obchodnej bilancie v roku 2008 neutrálny vplyv na rast, nakoľko veľmi zlé výsledky za druhý polrok zmazali pozitívne výsledky dosiahnuté v prvej polovici roka a efekty prenosu z roku 2007.

Sektorové údaje poukazujú na plošné spomalenie aktivity. Výraznejšie spomalenie bolo zaznamenané v priemysle, ktorý je už tradične citlivejší na hospodárske cykly. Výrobná aktivita sa v druhej polovici roka podstatne znížila, najmä pokiaľ ide o kapitálové tovary, ktoré utrpeli v dôsledku nízkeho zahraničného dopytu, prudkého poklesu nevybavených objednávok a významného spomalenia v automobilovom priemysle. Napriek nárastu spôsobenému priaznivými poveternostnými podmienkami v prvom štvrtroku, oblasť stavebníctva naďalej dosahovala veľmi slabé výsledky, pričom prudké zhoršenie v niektorých krajinách bolo zaznamenané najmä v sektore nehnuteľností na bývanie. Služby napriek svojej relatívnej odolnosti rástli v dôsledku slabej súkromnej spotreby a nižšej obchodnej aktivity najpomalšie od roku 2004.

#### **POKLES NA TRHU PRÁCE**

Podmienky na trhu práce v eurozóne sa po dvoch rokoch zlepšovania v roku 2008 zhoršili.

V predchádzajúcich rokoch sa podmienky na trhu práce vyvíjali veľmi pozitívne – zvyšovala sa zamestnanosť, rástla miera zapojenia pracovných síl a klesala nezamestnanosť. Tá na začiatku roka 2008 dosiahla najnižšiu úroveň od 80. rokov dvadsiateho storočia (7,3 %). V dôsledku toho sa na konci roka 2007 prejavil nedostatok pracovných síl a mzdové tlaky začali rásť. Tento vývoj sa však počas roka 2008 otočil, nakoľko zamestnanosť začala v druhej polovici roka klesať a miera nezamestnanosti sa od druhého štvrtroka až do konca roka neustále zvyšovala (podrobnejšie v boxe 5).

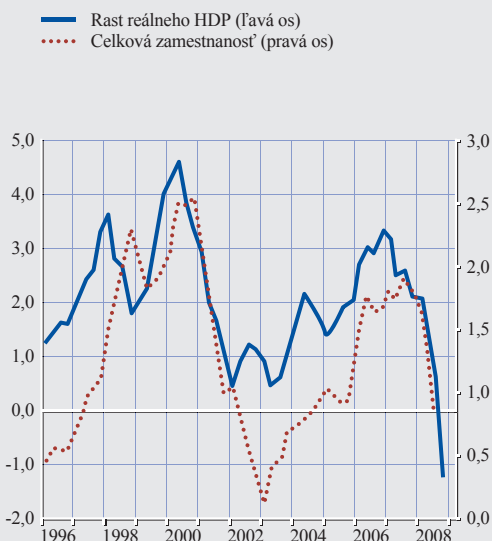
## VÝVOJ NA TRHU PRÁCE V EUROZÓNE V ROKU 2008

Po troch rokoch výrazného rastu zamestnanosti a rýchleho poklesu nezamestnanosti bolo v eurozóne v roku 2008 zaznamenané zreteľné spomalenie. Nezamestnanosť začala rásť v druhom štvrtroku a do konca roka 2008 dosiahla úroveň 8,1 %, zatiaľ čo priemerná ročná miera rastu zamestnanosti sa znížila v porovnaní s predchádzajúcim rokom o viac ako 1 percentuálny bod na 0,8 % v treťom štvrtroku. Tento box sa venuje faktorom, ktoré nepriaznivo ovplyvnili vývoj na trhu práce eurozóny.

Vývoj na trhu práce vo všeobecnosti zaostáva za vývojom hospodárskej aktivity. Graf A zobrazuje rast zamestnanosti nezodpovedajúci hospodárskemu rastu. Pri poklese dopytu firmy najskôr nevedia určiť, či ide o dočasný alebo dlhodobější pokles. Z toho dôvodu nemenia objem výroby a počet zamestnancov, čo vedie k zvyšovaniu zásob nepredaných výrobkov. Ak pokles dopytu pretrváva, firmy sú nútené zastaviť hromadenie zásob a obmedziť výrobu. Zároveň však viacej nemenia počet zamestnancov. Keď u zamestnávateľov panuje neistota, pokiaľ ide o rozsah alebo dĺžku trvania poklesu, skôr než siahnu na počet zamestnancov, zvyknú upraviť ich pracovný čas. Dôvody takéhoto konania sú zrejmé: kvôli vysokým nákladom na prijatie, zaškolenie a prepustenie zamestnancov sa zamestnávatelia snažia odkladať „odpísanie“ svojich investícií do zamestnancov, až kým sa nepresvedčia o dlhodobej povahe poklesu na trhu tovarov. Aj preto sa firmy snažia zachovať počet zamestnancov a zároveň obmedziť výrobu prostredníctvom zníženia miery využitia kapacít (napríklad skracovaním pracovného času alebo znížením výroby na zamestnanca). Aj keď to posledné štvrtročné údaje na prvý pohľad nenaznačujú (z dôvodu skresľujúceho efektu skorých veľkonočných sviatkov v roku 2008), počas roka 2008 došlo

**Graf A Rast reálneho HDP eurozóny a celkovej zamestnanosti**

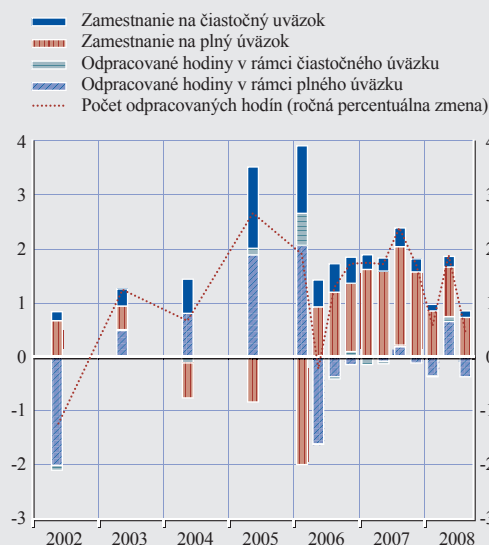
(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat.

**Graf B Rozbor rastu počtu odpracovaných hodín**

(v percentuálnych bodoch, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Eurostat.

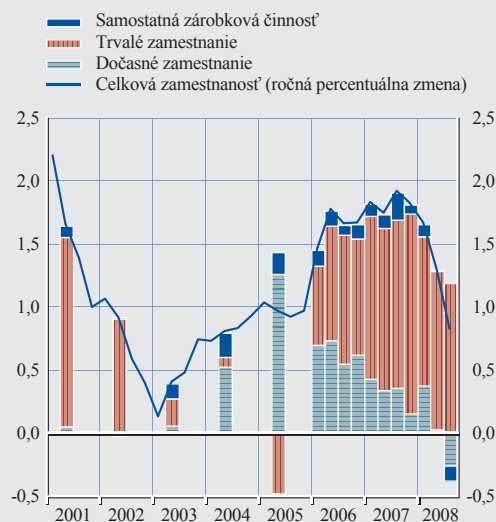
k istému spomaleniu v raste odpracovaných hodín (graf B). Priemerovanie počtu odpracovaných hodín v prvom polroku 2007 a v prvom polroku 2008 dokazuje výrazný pokles tempa rastu celkového počtu odpracovaných hodín (pokles z medziročnej úrovne 1,7 % v prvom polroku 2007 na 1,2 % v prvej polovici roka 2008 – prerušovaná čiara). Okrem toho pri odhadovaní vývoja rastu celkového počtu odpracovaných hodín hral v roku 2008 v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi neraz dôležitejšiu úlohu počet odpracovaných hodín než počet zamestnancov.

Firmy pristúpia k výraznému zníženiu počtu zamestnancov a následnému zníženiu nákladov práce až keď nadobudnú istotu, že pokles dopytu a súvisiaca nutnosť znižovať výrobu budú dlhodobé a výrazné. Pokles dopytu po pracovných silách zvykne spočiatku zasiahnuť najmä pracovníkov s flexibilnejšími pracovnými podmienkami, napríklad dočasných zamestnancov, ktorých prepustenie je menej nákladné. Existuje dostatočné množstvo empirických dôkazov o rozdielnosti vývoja dočasnej a trvalej zamestnanosti v období klesajúcej aktivity a hospodárskeho spomalenia.<sup>1</sup> Ako býva zvykom v počiatočných fázach hospodárskeho spomalenia, aj v roku 2008 sa rast dočasnej zamestnanosti spomalil o niečo rýchlejšie ako rast trvalej zamestnanosti (graf C).

V období spomalenia je z viacerých dôvodov často zaznamenaný aj nárast počtu zamestnancov na čiastočný pracovný úväzok. Prvým dôvodom sú zmeny v štruktúre hospodárstva spôsobené spomaľujúcou sa hospodárskou aktivitou. Tieto zmeny zahŕňajú aj vyšší podiel sektorov využívajúcich vo väčšej miere prácu na čiastočný úväzok. Druhým dôvodom je skutočnosť, že zamestnávateľia niekedy v rámci nižšieho dopytu po výrobkoch upravujú pracovný čas až do takej miery, že sa z pracovných miest na plný úväzok stanú miesta na čiastočný úväzok.<sup>2</sup> Po tretie, nedostatok pracovných príležitostí núti zamestnancov uprednostňujúcich prácu na plný úväzok zvažovať aj prácu na čiastočný úväzok. Posledným dôvodom je príchod nových pracovníkov na trh práce, nakoľko ďalší členovia domácností sú nútení zamestnať sa na čiastočný pracovný úväzok, aby vykompenzovali stratu zamestnania, resp. skrátený úväzok hlavného žiteľa v domácnosti.<sup>3</sup> Tieto cyklické efekty sa však nedajú v údajoch vždy ľahko identifikovať, keďže zamestnanosť na čiastočný pracovný úväzok v eurozóne dlhodobo rastie, najmä v dôsledku reforiem na trhu práce zameraných na zvýšenie miery zapojenia pracovných síl (graf D).

### Graf C Rast zamestnanosti podľa typu pracovnej zmluvy

(v percentuálnych bodoch, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Eurostat.

1 Pozri napríklad S. Bentolila a G. Saint-Paul: „The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain“, *European Economic Review*, Vol. 36, 1992, s. 1013 až 1047 alebo B. Holmlund a D. Storrie: „Temporary work in turbulent times: the Swedish experience“, *Economic Journal*, Vol 112, jún 2002, s. F245 až F269.

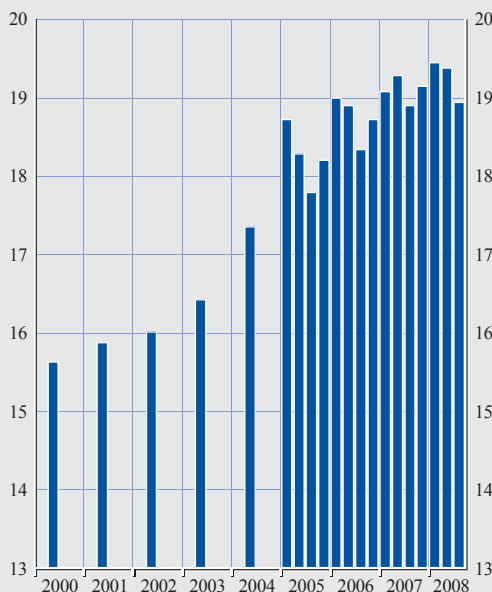
2 Prieskum pracovných síl Eurosystemu väčšinou rozlišuje medzi zamestnanosťou na plný úväzok a čiastočný úväzok na základe hodnotenia respondentov.

3 Napríklad H. Buddelmeyer a kolektív: „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis“, *Working Paper Series*, No 872, ECB, február 2008.

Z dôvodu spomaľovania hospodárskej aktivity je pravdepodobné, že sa spomalí aj rast potenciálnej ponuky pracovnej sily. Je všeobecne známym fenoménom, že niektorí pracovníci stratia pri poklese dostupných pracovných miest chuť hľadať si zamestnanie. Súčasné spomaľovanie môže spôsobiť určité presúvanie zamestnancov zo sektorov najviac postihnutých hospodárskym poklesom (ako sú finančné služby, nehnuteľnosti a stavebníctvo, ako aj automobilový priemysel), pričom v prechodnom období, keď sa ľudia budú preškoľovať a sťahovať za novou prácou, môže dôjsť k zníženiu ponuky pracovných síl. Cyklické poklesy môžu mať v budúcnosti dlhodobý negatívny vplyv na rast ponuky pracovných síl v dôsledku znižovania kvalifikácie. Tento problém sa stáva akútnym predovšetkým v prípade, keď jednotlivci zostanú dlhodobo nezamestnaní – čím dlhšie zostanú bez zamestnania, tým viac klesá ich hodnota na trhu práce. Čím ťažšie si títo ľudia nachádzajú zamestnanie, tým rýchlejšie rastie miera dlhodobej nezamestnanosti.

**Graf D Práca na čiastočný úväzok v eurozóne**

(v % z celkovej zamestnanosti)



Zdroj: Eurostat.

V takom prípade je potrebné prijať na trhu práce opatrenia, ktoré zabránia štrukturálnemu zhoršeniu miery nezamestnanosti a dlhodobému zníženiu miery zapojenia pracovných síl. Tieto opatrenia by mali zahŕňať opatrenia na podporu flexibility miezd a mierneho mzdového vývoja, a to aj prostredníctvom zrušenia alebo zrevidovania systémov indexácie miezd. Tieto opatrenia by znížili nákladové tlaky na firmy, zvýšili konkurencieschopnosť a podporili zamestnanosť. Reformy podporujúce efektívnosť a účinnosť aktívnych politík na trhu práce by zjednodušili školenie a preškoľovanie nezamestnaných a uľahčili by im hľadanie novej práce. Pokiaľ ide o zamestnanosť, opatrenia zvyšujúce flexibilitu úpravy počtu odpracovaných hodín by firmám uľahčili krátenie pracovného času bez toho, aby v dôsledku prepúšťania prišli o ľudský kapitál. Reformy na trhu práce treba zavádzať s cieľom zvýšenia odolnosti hospodárstva eurozóny voči kríze a vytvárania priaznivého prostredia pre oživenie, dlhodobý hospodársky rast a vytváranie pracovných miest.

Zo sektorového hľadiska sa zamestnanosť v stavebníctve do tretieho štvrtého roka 2008 medziročne znížila o 2,7 %, po rýchlym náraste o 3,9 % v roku 2007 (tabuľka 4). Zamestnanosť v priemysle bez stavebníctva sa v prvej polovici roka zvýšila a pokračovala tak v nezvyčajnom trende nastúpenom v roku 2007, po rokoch znižovania zamestnanosti. V druhej polovici roka však vykázala rekordne rýchly pokles. Rast zamestnanosti v sektore služieb bol relatívne odolný a v prvej polovici roka zaznamenal medzikvartálny nárast o 1,6 %.

Počet nezamestnaných počas roka 2008 rástol v priemere o 170 000 osôb mesačne. Miera nezamestnanosti dosiahla v decembri 2008 úroveň 8,1 % (graf 31).

Rast produktivity práce, meraný ako podiel HDP a celkovej zamestnanosti, sa v roku 2008 takmer úplne zastavil (najmä v dôsledku poklesu v druhej polovici roka), po raste o 1 % dosiahnutom v roku 2007. Pod prudké spomalenie rastu produktivity práce sa podpísal najmä vývoj hospodárskeho cyklu. Prijímanie a pre-

**Tabuľka 4 Vývoj na trhu práce**

(percentuálna zmena voči predchádzajúcemu obdobiu; v %)

	2005	2006	2007	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Pracovná sila	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Zamestnanosť	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Poľnohospodárstvo <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Priemysel <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
– bez stavebníctva	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
– stavebníctvo	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Služby <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Miera nezamestnanosti<sup>4)</sup></b>													
Spolu	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Do 25 rokov	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 rokov a viac	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sa vzťahujú na eurozónu vrátane Slovenska.

1) Zahŕňa rybolov, poľovníctvo a lesníctvo.

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

3) Bez extrateritoriálnych orgánov a organizácií.

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

púšťanie zamestnancov je pre firmy finančne náročné, najmä v prípade zamestnancov v trvalom pracovnom pomere, keďže firmy často prichádzajú o cenné ľudské zdroje so špecifickou kvalifikáciou. Ak teda firmy predpokladajú, že spomalenie bude iba mierne alebo krátkodobé, resp. kým zhodnotia jeho rozsah, zamestnancov sa spočiatku nezbavujú.

## 2.5 FIŠKÁLNY VÝVOJ

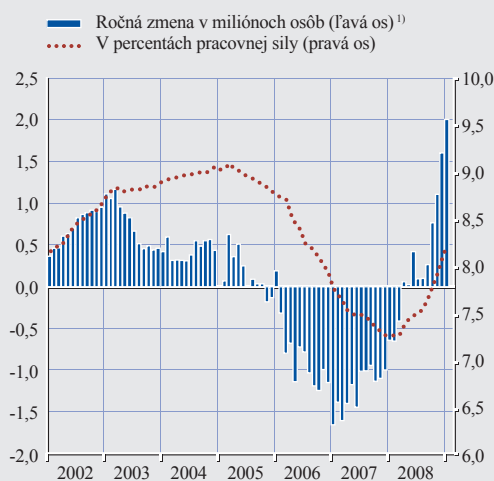
### OBROT V ROZPOČTOVÝCH POZÍCIÁCH V ROKU 2008

V súvislosti s nástupom finančnej krízy a rýchlym zhoršovaním makroekonomického prostredia sa v roku 2008 relatívne priaznivé fiškálne výsledky (dosiahnuté v minulých rokoch) čiastočne obrátili. Podľa predbežných prognóz Európskej komisie z januára 2009 sa deficit v rozpočte verejnej správy prehĺbil z -0,6 % HDP v roku 2007 na -1,7 % v roku 2008 (tabuľka 5). Prehĺbenie deficitu spôsobili nižšie príjmy, aj v dôsledku znižovania daní, a vyššie primárne výdavky v kontexte spomalenia hospodárskej aktivity. Vládne intervencie zamerané na stabilizáciu finančného systému mali na deficit v roku 2008 iba zanedbateľný vplyv.

Deficit verejnej správy v Írsku, Grécku, Španielsku, Francúzsku a na Malte presiahol v roku 2008 referenčnú hodnotu 3 % HDP, pričom v roku 2007 zaznamenalo deficit vyšší ako 3 % HDP iba Grécko. Deficit Grécka za rok 2007 bol upravený na 3,5 % HDP podľa oznámenia Eurostatu z jesene 2008, v porovnaní s 2,8 % podľa oznámenia z jari 2008. K úprave došlo v dôsledku korekcie v kalkulácii grantov EÚ a vzhľadom na podrobnejšie údaje o mimo-

**Graf 31 Nezamestnanosť**

(mesačné údaje; očistené od sezónnych vplyvov)



Zdroj: Eurostat.

1) Ročné zmeny nie sú očistené od sezónnych vplyvov.

**Tabuľka 5 Fiškálna pozícia eurozóny a krajín eurozóny**

(v % HDP)			
Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy	2006	2007	2008
Belgicko	0,3	-0,3	-0,9
Nemecko	-1,5	-0,2	-0,1
Írsko	3,0	0,2	-6,3
Grécko	-2,8	-3,5	-3,4
Španielsko	2,0	2,2	-3,4
Francúzsko	-2,4	-2,7	-3,2
Taliansko	-3,4	-1,6	-2,8
Cyprus	-1,2	3,4	1,0
Luxembursko	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Holandsko	0,6	0,3	1,1
Rakúsko	-1,5	-0,4	-0,6
Portugalsko	-3,9	-2,6	-2,2
Slovensko	-3,5	-1,9	-2,2
Slovinsko	-1,2	0,5	-0,9
Fínsko	4,1	5,3	4,5
Eurozóna	-1,3	-0,6	-1,7
Hrubý dlh verejnej správy	2006	2007	2008
Belgicko	87,8	83,9	88,3
Nemecko	67,6	65,1	65,6
Írsko	24,7	24,8	40,8
Grécko	95,9	94,8	94,0
Španielsko	39,6	36,2	39,8
Francúzsko	63,6	63,9	67,1
Taliansko	106,9	104,1	105,7
Cyprus	64,6	59,4	48,1
Luxembursko	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Holandsko	47,4	45,7	57,3
Rakúsko	62,0	59,5	59,4
Portugalsko	64,7	63,6	64,6
Slovensko	30,4	29,4	28,6
Slovinsko	26,7	23,4	22,1
Fínsko	39,2	35,1	32,8
Eurozóna	68,3	66,1	68,7

Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Údaje založené na definíciách ESA 95. V prognóze Komisie priemer za eurozónu zahŕňa aj Slovensko, ktoré vstúpilo do eurozóny 1. januára 2009.

rozpočtových prostriedkoch a prostriedkoch samosprávy a sociálneho zabezpečenia. Ak porovnáme údaje za rok 2008 s cieľmi stanovenými v aktualizovaných programoch stability, vydanými na prelome rokov 2007 a 2008, priemerný deficit eurozóny za nimi zaostal o 0,8 percentuálneho bodu HDP.

V dôsledku hospodárskeho a fiškálneho oslabenia a vládných intervencií zameraných na stabilizáciu finančného systému priemerná zadlženosť štátnej správy v eurozóne vzrástla zo 66,1 % HDP v roku 2007 na 68,7 % v roku 2008. Zadlženosť môže v konečnom dôsledku

ešte narásť, v závislosti od spôsobu klasifikácie záchranných finančných opatrení v štatistikách Eurostatu, na ktorom sa zatiaľ pracuje (box 7). Štátny dlh sa zvýšil najmä v krajinách, ktoré uskutočnili rozsiahle záchranné opatrenia vo finančných inštitúciách alebo ktoré zaznamenali prudké makroekonomické spomalenie. Ročná miera rastu objemu dlhových cenných papierov vydaných vládami krajín eurozóny v roku 2008 v porovnaní s rokom 2007 podstatne vzrástla, zatiaľ čo spready vládných dlhopisov voči Nemecku sa v prípade niektorých krajín výrazne zväčšili (box 6).



## VÝVOJ EMISIE A VÝNOSOVÝCH SPREADOV DLHOVÝCH CENNÝCH PAPIEROV VEREJNEJ SPRÁVY V EUROZÓNE

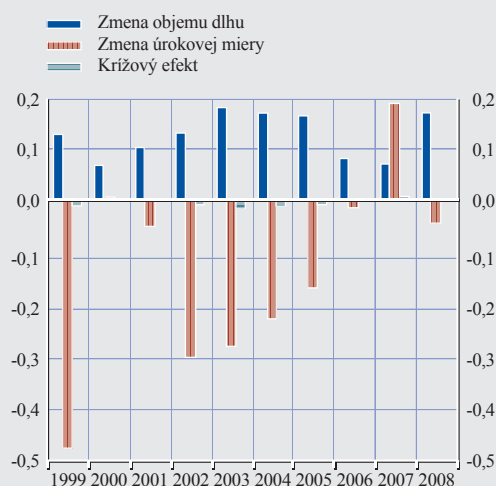
Ročná miera rastu nesplatených záväzkov dlhových cenných papierov verejnej správy v eurozóne dosiahla v roku 2008 úroveň 8,0 %. Aj keď ide o podstatne rýchlejší rast než 2,8 % v roku 2007 (tabuľka A)<sup>1</sup>, ide o porovnateľné tempo rastu, aké bolo zaznamenané v predchádzajúcich obdobiach znižujúceho sa hospodárskeho rastu. Rast čistej emisie dlhových cenných papierov verejnej správy spolu s prudkým spomalením rastu HDP zaznamenaným v roku 2008 sme mohli pozorovať aj na vyššom pomere dlhu verejného sektora k HDP v eurozóne, ktorý vzrástol zo 66,1 % v roku 2007 na 68,7 % v roku 2008.<sup>2</sup>

Čo sa týka skladby čistej emisie v roku 2008, aktivita na primárnom trhu eurozóny s krátkodobými dlhovými cennými papiermi bola nezvyčajne veľká. Čiastočne to spôsobila skutočnosť, že výnosová krivka bola počas roka 2008 strmšia, čo zlacnilo krátkodobé financovanie. Podobný vývoj bol zaznamenaný aj v ďalších obdobiach pomalšieho hospodárskeho rastu a klesajúcich krátkodobých úrokových sadzieb. Podiel dlhodobých dlhových nástrojov na nesplatených dlhových cenných papieroch v roku 2008 klesol na 88,7 %, na najnižšiu úroveň od začiatku tretej etapy hospodárskej a menovej únie (tabuľka B).

Graf A rozdeľuje zmeny v úrokových platbách na: i) efekt vyplývajúci zo zmien v dlhu verejnej správy, ii) efekt vyplývajúci zo zmien v úrokových sadzbách a iii) reziduálny krížový efekt.<sup>3</sup> Úrokové výdavky sa v roku 2008 zvýšili približne o 0,2 percentuálneho bodu HDP. Spôsobilo to najmä zvýšenie miery zadlženosti, zatiaľ čo vplyv poklesu úrokových sadzieb a krížových efektov bol minimálny.

**Graf A Zmeny v úrokových platbách v rokoch 1999 až 2008**

(v % HDP, ročné údaje)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO).

1 Miere rastu sú vypočítané na základe finančných transakcií, preto neobsahujú preklasifikovania, precenenia, zmeny výmenného kurzu a ďalšie zmeny, ktoré nevznikajú na základe transakcií. Bližšie informácie sú v Technických poznámkach k častiam 4.3 a 4.4 v časti Štatistika eurozóny Mesačného bulletinu ECB.

2 Od januára 2009 sa možný priamy vplyv ohlásených vládnych podporných pre bankový sektor na dlh verejnej správy v eurozóne odhaduje na 284,6 mld. € (približne 3 % HDP eurozóny).

3 Zmenu nominálnych úrokových platieb (I) možno rozložiť nasledujúcim spôsobom:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Vplyv} \\ \text{zmeny} \\ \text{dlhu} \end{array} \right.$	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Vplyv zmeny} \\ \text{úrokovej} \\ \text{sadzby} \end{array} \right.$	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Krížový efekt} \\ \text{(reziduálny)} \end{array} \right.$
--	---	--

kde  $B$  je nominálny dlh verejnej správy a  $i$  je priemerná implicitná úroková sadzba ( $I/B$ ).

**Tabuľka A Ročná miera rastu objemu dlhových cenných papierov vydaných sektorom verejnej správy v eurozóne**

(v %; koniec obdobia)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verejná správa spolu	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
<i>Dlhodobé</i>	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
S fixnou sadzbou		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
S pohyblivou sadzbou		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>Krátkodobé</i>	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Zdroj: ECB.

V súvislosti s vývojom po nástupe turbulencií na finančných trhoch v auguste 2007 sa spready medzi výnosmi z dlhodobých vládnych dlhopisov v eurozóne a výnosmi z nemeckých dlhopisov v roku 2008 podstatne rozšírili, a to najmä v druhej polovici roka. Graf B znázorňuje spready v ôsmich krajinách eurozóny (Belgicko, Írsko, Grécko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Holandsko a Portugalsko) voči Nemecku. Rozdiely medzi výnosmi vládnych dlhopisov v jednotlivých krajinách eurozóny sú odrazom rozdielov v premiách za úverové riziko a likviditu.

Na samite krajín eurozóny, ktorý sa konal 12. októbra v Paríži v reakcii na rastúcu intenzitu turbulencií na finančných trhoch v druhom polroku 2008, boli ohlásené koordinované záchranné balíčky, ktoré zahŕňali záruky za dlhy bánk, finančné injekcie bankám a priame odkúpenie rizikových aktív bánk. Očakávané fiškálne bremeno týchto opatrení mohlo zvýšiť vnímanú pravdepodobnosť zlyhania vládnych dlhopisov. Prémie za úverové riziko sa do rôznej miery zvýšili vo všetkých krajinách eurozóny, čo vyplýva aj z grafu C, ktorý znázorňuje spready vládnych swapov kreditného zlyhania (credit default swaps).<sup>4</sup>

Zmeny vo výnosoch vládnych dlhopisov v eurozóne počas roka 2008 odrážali správanie investorov, ktorí začali vyhľadávať kvalitnejšie nástroje. Tento proces charakterizovalo zvýšenie diskriminácie medzi investormi v súvislosti s cieľmi ich presunov za kvalitnejšími nástrojmi. Nemecké

<sup>4</sup> Spready vládnych swapov kreditného zlyhania majú tú výhodu, že nie sú skresľované zmenami benchmarkových dlhopisov príslušných krajín, nesúladosťou splatností a tendenciou citlivejšie reagovať na zmeny trhu.

**Tabuľka B Štruktúra nesplatených dlhových cenných papierov vydaných sektorom verejnej správy eurozóny**

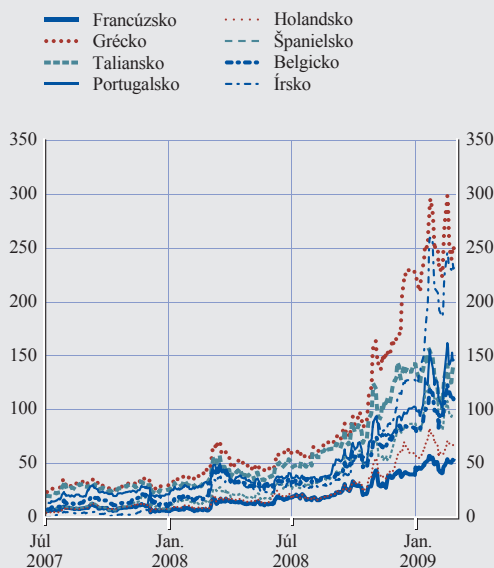
(v % z úhrnu dlhových cenných papierov vydaných verejnou správou; koniec obdobia)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ústredná štátna správa	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Dlhodobé cenné papiere</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Krátkodobé cenné papiere</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Ostatná verejná správa	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Dlhodobé cenné papiere</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Krátkodobé cenné papiere</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Verejná správa spolu										
<i>Dlhodobé</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
S pevnou sadzbou	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
S pohyblivou sadzbou	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Krátkodobé</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Verejná správa spolu, v mld. EUR	3 453,4	3 549,1	3 775,5	3 949,4	4 151,7	4 386,7	4 604,8	4 706,6	4 836,7	5 239,6

Zdroj: ECB.

**Graf B Spready výnosov vládných dlhopisov voči nemeckým vládnym dlhopisom**

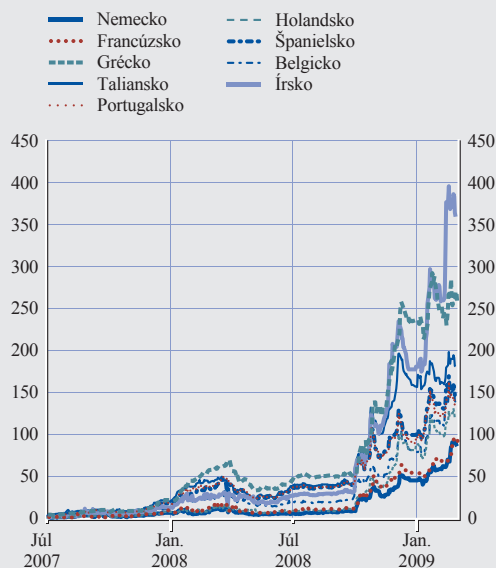
(denné údaje; v bázičných bodoch)



Zdroj: Thomson Financial Datastream.  
Poznámka: Vládne dlhopisy s desaťročnou splatnosťou.

**Graf C Vládne swapy kreditného zlyhania**

(denné údaje; v bázičných bodoch)



Zdroj: Thomson Financial Datastream.  
Poznámka: Swapy kreditného zlyhania s päťročnou splatnosťou.

dlhopisy sú vo všeobecnosti považované za najlikvidnejšie zo všetkých vládných dlhopisov v eurozóne, a preto sa stali cieľom väčšiny presunov za kvalitnejšími nástrojmi, čo čiastočne vysvetľuje zväčšujúce sa spready vládných dlhopisov voči Nemecku aj v prípade krajín, ktoré mali rovnaké, ak nie lepšie fiškálne vyhlídky.<sup>5</sup>

5 Pozri box „Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads“ v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2008.

Podľa odhadov Európskej komisie priemerné štrukturálne rozpočtové saldo (cyklicky upravené saldo očistené od jednorazových a iných dočasných opatrení) v eurozóne sa v roku 2008 zhoršilo o 0,7 percentuálneho bodu na -2,3 % HDP. Vyššie štrukturálne saldo sa pod nárast priemerného deficitu štátnej správy podpísalo viac ako z polovice, čo naznačuje, že cyklické podmienky mali v priemere iba obmedzený vplyv. Navyše netreba zabúdať na priaznivý „efekt skladby salda“. Rast tých miezd, ktoré podliehali vyššiemu zdaneniu, rast platov a (nominálnej) súkromnej spotreby podporovali v niektorých krajinách rast daňových príjmov, a to i napriek zhoršujúcej sa celkovej hospodárskej situácii. Treba však poznamenať, že odhady štrukturálnych sald v súčasnej situácii správa-

dza zvýšená neistota a v budúcnosti môžu byť ešte upravené. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, z krajín eurozóny iba Cyprus, Luxembursko, Holandsko a Fínsko splnili svoje strednodobé rozpočtové ciele, zatiaľ čo Španielsko a Slovinsko sa od svojich cieľov odklonili.

#### **OPATRENIA SÚVISIACE S FINANČNOU KRÍZOU A HOSPODÁRSKYM SPOMALENÍM**

V októbri 2008 sa krajiny eurozóny a Spojené kráľovstvo dohodli na spoločnom postupe pri stabilizácii finančného sektora, vrátane rekapitalizácie finančných inštitúcií a poskytnutia záruk za úvery a vklady, ktorý neskôr potvrdila aj Európska rada. Vplyv týchto opatrení na verejné financie krajín eurozóny je momentálne náročné odhadnúť (pozri box 7). Možný priamy

vplyv vládnych podpôr pre bankový sektor, ohlásených od 1. januára 2009, na dlh verejnej správy v eurozóne sa odhaduje na 284,6 mld. € (približne 3 % HDP eurozóny) a na vládne kontingenčné záväzky na úrovni 19 %. Odhadovaný vplyv intervencií na deficit štátnej správy v eurozóne bol v roku 2008 zanedbateľný.

V reakcii na zásadné hospodárske spomalenie Európska rada na svojom zasadnutí v dňoch 11. a 12. decembra 2008 schválila Plán hospodárskeho oživenia v Európe. Podľa tohto plánu jednotlivé členské štáty EÚ prispievajú k celkovej fiškálnej pomoci vo výške 200 mld. € (1,5 % HDP EÚ) sumou 170 mld. €, pričom zvyšná suma sa vyčlení z rozpočtu EÚ a z prostried-

kov Európskej investičnej banky. Spoločná snaha členských štátov si kladie za cieľ podporiť hospodárske oživenie posilnením celkového dopytu a zvýšením úsilia v prijímaní štrukturálnych reforiem stanovených v Lisabonskej stratégii. Jednotlivé krajiny môžu rozhodnúť o forme prijatých opatrení, či už pôjde o zvýšenie verejných výdavkov, daňové úľavy a znižovanie odvodov alebo o pomoc určitým skupinám podnikov a domácností. Európska rada zároveň potvrdila svoj záväzok v plnej miere uplatňovať Pakt stability a rastu a vyvíjať úsilie na dosiahnutie udržateľných verejných financií. Členské štáty boli vyzvané, aby sa čo najskôr vrátili k svojim strednodobým rozpočtovým cieľom.

## Box 7

### ŠTATISTIKA DÔSLEDKOV FINANČNEJ KRÍZY NA DEFICIT A DLH VEREJNEJ SPRÁVY

V reakcii na svetovú finančnú krízu a jej vplyv na európske finančné inštitúcie, európske vlády, centrálné banky a iné verejné orgány prijímajú opatrenia na stabilizáciu finančných trhov a hospodárstvo ako také. Tieto vládne kroky zahŕňajú (čiastočné) znárodnenie, finančné injekcie (rekapitalizácia), odkúpenie a/alebo výmenu finančných aktív a poskytnutie záruk (na vklady a nové emisie dlhových nástrojov bánk, ako aj na medzibankové pôžičky).

Deficit a dlh verejnej správy, kľúčové fiškálne premenné sledované v rámci Paktu stability a rastu, sú evidované v súlade s európskymi štatistickými účtovnými pravidlami známymi pod názvom Európsky systém účtov 1995 (ESA 95) a Príručka ESA 95 o deficite a dlhu. Európska komisia (Eurostat) vypracovala metodické usmernenie na sledovanie už spomenutých vládnych opatrení, vychádzajúc z ESA 95 a z Príručky ESA 95, ktoré zabezpečí konzistentnú a homogénnu kompiláciu štatistík deficitu a dlhu štátnej správy v členských štátoch. Eurostat pritom konzultoval s Výborom pre menovú a finančnú štatistiku a štatistiku platobnej bilancie (v ktorom majú zastúpenie národné štatistické inštitúcie a národné centrálné banky členských štátov EÚ, ako aj Európska komisia a ECB) s cieľom určiť postup uplatňovania týchto účtovných pravidiel. Pri určovaní náležitého spôsobu vykazovania budú musieť byť v každom jednotlivom prípade zodpovedané mnohé otázky:

- Patria subjekty vytvorené na rekapitalizáciu finančných inštitúcií, resp. na poskytnutie záruk finančným inštitúciám v rámci národných účtov do sektora verejnej správy? Ak áno, deficit a dlh verejnej správy sa zvýši o deficit a dlh týchto subjektov.
- Odkúpili vlády podiely vo finančných inštitúciách za trhovú cenu, a teda nadobudli finančné aktíva (bez dopadu na deficit), alebo má byť časť sumy vložená do finančných inštitúcií považovaná za kapitálový prevod (dotáciu)?

- Ak vláda požičia finančné prostriedky finančnej inštitúcii, je daná finančná inštitúcia povinná tento úver splatiť a platiť z neho aj úroky? Ak nie, poskytnuté finančné prostriedky by mali byť považované za kapitálový prevod a nie finančnú transakciu.
- Ak vláda prevezme časť záväzkov finančnej inštitúcie a tým v danej finančnej inštitúcii získa podiel, má tento podiel rovnakú hodnotu ako prevzaté záväzky? Ak nie, prevzaté záväzky (resp. ich časť) sú považované za kapitálový prevod a majú negatívny dopad na štátny rozpočet.
- Za akých podmienok sa budú vládne záruky poskytovať, aby mohli mať v čase poskytnutia vplyv na deficit a dlh? Za normálnych okolností majú záruky vplyv na deficit a dlh iba v čase ich realizácie.
- Ak sa finančná inštitúcia úplne znárodní, mala by sa stať súčasťou sektora verejnej správy? Všeobecne platí, že sa z nej stane verejná spoločnosť, ale nie štátna inštitúcia. Ak sa však na získanie podielu vo finančnej inštitúcii vytvorí špeciálny subjekt, v prípade že nie je autonómny alebo nie je určený na zapájanie sa do aktivít na trhu, tento subjekt by mal byť klasifikovaný v rámci sektora verejnej správy.

Eurostat zverejní predbežné štatistiky deficitu a dlhu štátnej správy členských štátov EÚ za rok 2008 v druhej polovici apríla 2009.

Mnohé krajiny eurozóny prijali fiškálne opatrenia na podporu agregátneho dopytu. Nemecká vláda prijala na jeseň 2008 balík opatrení zameraný najmä na rozpočtové príjmy vo výške 1,3 % HDP v roku 2009 a 2010. Na začiatku roka 2009 nemecká vláda ohlásila druhý balík opatrení, ktorý v rovnakom období podporí ekonomiku približne 2 % HDP. Francúzsko ohlásilo na konci roka 2008 prijatie opatrení na roky 2009 až 2011 vo výške približne 1,5 % HDP, ktoré zahŕňajú vyššie verejné investície a podporu malým podnikom a konkrétnym odvetviam priemyslu. Talianska vláda prijala v roku 2008 expanzívne opatrenia na roky 2009 a 2010, zamerané najmä na výdavky, v celkovej výške pol percentuálneho bodu HDP. Ich vplyv na čistý objem úverov by mal byť krytý kompenzačnými opatreniami. Španielsko prijalo niekoľko opatrení na podporu hospodárstva v prvom polroku 2008 a v novembri ohlásilo dodatočné plány na zvýšenie verejných investícií v rokoch 2008 až 2010 v celkovej výške viac ako 3 % HDP. Rozsiahle podporné fiškálne opatrenia boli prijaté aj vo väčšine ostatných krajín.

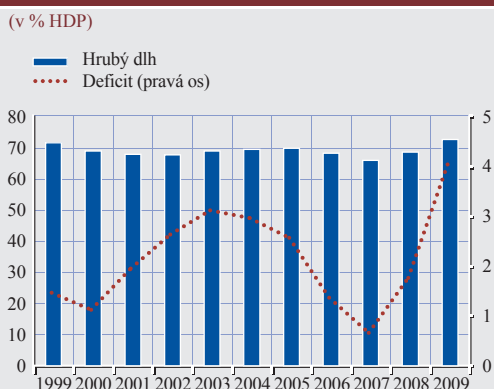
Zatiaľ čo hodnotenie podporných politík bude možné vykonať až keď budú známe konkrétne opatrenia a spôsob ich implementácie, už teraz

je zrejmé, že súčasné vládne zámery prinášajú aj niekoľko rizík (box 8). Rastúce deficity môžu oslabiť dôveru v udržateľnosť verejných rozpočtov, najmä keď návratnosť prijatých podporných opatrení je často nejasná a v konečnom dôsledku môže byť veľmi náročná. Prudký nárast spreadov štátnych dlhopisov voči Nemecku predstavuje varovný signál, že finančné trhy sledujú vývoj možných rizík nadmieru pozorne. Účinnosť podporných balíčkov je v niektorých prípadoch sporná, nakoľko ide o širokú škálu opatrení. Nie všetky opatrenia zreteľne súvisia s podstatou súčasných hospodárskych problémov a v niektorých prípadoch môže ísť skôr o politické kompromisy ako o ekonomické zámery. Vládne intervencie tiež prinášajú riziko deformácie správania hospodárskych subjektov.

#### **OČAKÁVANÉ FIŠKÁLNE ZHORŠENIE V ROKU 2009**

Výhľad fiškálneho vývoja v eurozóne v roku 2009 hovorí o ďalšom zhoršení. Podľa predbežnej prognózy Európskej komisie, ktorá zahŕňa aktualizované programy stability dostupné na prelome rokov 2008 a 2009, priemerný deficit verejnej správy v eurozóne by mal vzrásť o 2,3 percentuálneho bodu na 4,0 % HDP (graf 32). Vládne výdavky by mali vzrásť o 2,1 percentuálneho bodu HDP,

**Graf 32 Fiškálny vývoj v rokoch 1999 – 2009**



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO).

Poznámky: Priemer za eurozónu zahŕňa 16 krajín k 1. januáru 2009; definícia ESA 95; v deficite nie sú zahrnuté príjmy z UMTS.

zatiaľ čo príjmy by mali klesnúť o 0,1 percentuálneho bodu HDP. Priemerný pomer dlhu verejnej správy k HDP by sa mal v eurozóne v roku 2009 zvýšiť o 4,0 percentuálneho bodu na 72,7 % HDP.

Podľa predbežnej prognózy Komisie by sa mal deficit rozpočtu verejnej správy prehĺbiť v každej krajine eurozóny okrem Malty. Deficity Írska, Grécka, Španielska, Francúzska, Talianska, Portugalska a Slovinska by mali v roku 2009 presiahnuť, resp. zotrvať nad referenčnou hodnotou 3 % HDP, v niektorých prípadoch dokonca výrazne. Deficity Belgicka a Rakúska by mali dosiahnuť referenčnú hodnotu 3 % HDP, deficity Nemecka a Slovenska by mali zotrvať pod touto úrovňou. Existujú však zreteľné riziká, že dosiahnuté výsledky budú horšie, než sa predpokladá.

### KLÚČOVÁ JE UDRŽATEĽNOSŤ ROZPOČTOV

Obrat vo fiškálnych výsledkoch a veľmi neistý výhľad do budúcnosti predstavuje pre rozpočtovú politiku v eurozóne náročné výzvy. Verejné financie sa ocitajú pod tlakom zo štyroch dôvodov. Prvým je výrazný rast deficitov v dôsledku pôsobenia automatických stabilizátorov v čase makroekonomického spomalenia. Druhým dôvodom je skutočnosť, že po slabšom

raste príjmov v posledných rokoch môže dôjsť k dodatočným výpadkom v príjmoch, okrem iného v dôsledku výrazných poklesov cien finančných aktív a nehnuteľností na bývanie v niektorých krajinách. Tretím dôvodom sú zásadné fiškálne riziká, ktoré so sebou prinášajú vládne intervencie do finančného sektora s cieľom predísť systémovej kríze bankového sektora a vážnemu zhoršeniu makroekonomických ukazovateľov. Posledným dôvodom sú podporné opatrenia proti hospodárskemu spomaleniu a zhoršujúcim sa fiškálnym vyhladkam.

V súčasnom zložitom prostredí je nevyhnutne dôležité udržať rozpočtovú disciplínu a sústrediť sa na strednodobé ciele. Dôležitým predpokladom na zachovanie dôvery verejnosti v udržateľnosť verejných financií je zachovanie integrity fiškálnych rámcov EÚ na základe definovaných pravidiel. Z tohto pohľadu je nevyhnutné, aby všetky zainteresované strany potvrdili svoj záväzok v plnej miere uplatňovať ustanovenia Paktu stability a rastu, ktoré zaručia potrebnú flexibilitu pri riešení nepriaznivej hospodárskej situácie.

Rozsiahle balíky podporných opatrení prijaté v roku 2008 a na začiatku roka 2009 zväčšili rozpočtové nerovnováhy v eurozóne. V rámci zachovania dôvery v udržateľnosť verejných financií je potrebné prijať dôveryhodný záväzok odvolať podporné opatrenia, a to hneď, ako to bude možné. Pri uplatňovaní podporných balíkov je potrebné pozorne sa zamyslieť nad kvalitou prijímaných opatrení, aby bola zabezpečená ich účinnosť. Usilovná snaha o dosiahnutie a udržanie dobrej kondície verejných financií je v prípade krajín eurozóny potrebná aj z dôvodu hroziacich tlakov na výdavkovú časť rozpočtu v nasledujúcich desaťročiach vyvolaných problémom starnutia obyvateľstva. Dobře navrhnutý a dôsledne uplatňovaný záväzný národný rozpočtový rámec pre strednodobý horizont môže s európskym fiškálnym rámcem vymedzeným v Pakte stability a rastu pomôcť k rýchlemu návratu k strednodobým rozpočtovým cieľom (box 8).

## FINANČNÁ KRÍZA A ROZPOČTOVÁ POLITIKA

Pre rozpočtovú politiku je najpodstatnejšou výzvou zabrániť finančnej kríze a následnému hospodárskemu spomaleniu, ktoré spôsobila naštrbená dôveryhodnosť a udržateľnosť verejných financií. V Európskej únii, tak v priaznivom období, ako aj nepriaznivom, je Pakt stability a rastu vhodným rámcom pre výkon a spoluprácu v oblasti rozpočtovej politiky. Napriek tomu, že dodržiavanie Paktu bolo v prvých desiatich rokoch do určitej miery nevyvážené, celkové výsledky EÚ v rozpočtovej oblasti boli oveľa lepšie ako v desaťročiach pred vznikom Paktu, najmä pokiaľ ide o udržiavanie nízkych rozpočtových deficitov a kontrolu štátneho dlhu.<sup>1</sup>

### Premárnené príležitosti zbytočne sťažujú rozpočtové problémy

Mnohé krajiny eurozóny zastihla finančná kríza a následné hospodárske spomalenie v slabej rozpočtovej pozícii. Vlády nevyužili príležitosť na konsolidáciu rozpočtov v období rastu príjmov v minulých rokoch. Argumenty poskytnuté v tejto oblasti vo Výročnej správe ECB za rok 2007 stále platia a ich relevantnosť sa dokonca zvýšila.<sup>2</sup> ECB v tom čase zdôrazňovala dôležité fiškálne ponaučenie z rokov 2000 a 2001 o náhlejšej a výraznej zmene vo vyhlídkach príjmov. Skúsenosti dokazujú, že volatilita na strane štátnych príjmov býva oveľa vyššia ako volatilita na strane výdavkov, a tiež vyššia než volatilita hospodárskeho cyklu. Spolu s problémom predpovedať bod obratu vo vývoji rastu HDP ide o vážny dôvod na opatrnosť aj v priaznivom období, čo znamená využívať rast príjmov na rýchlejšie znižovanie deficitu a dlhu, a nie na dodatočné zvyšovanie výdavkov.<sup>3</sup> Krajiny by tak mohli v rozpočtoch reagovať na výpadky príjmov a v prípade zmien si budú vedieť lepšie poradiť s dodatočnými výdavkami. Jedným z omylov fiškálnej politiky obdobia pred a počas rokov 2000 a 2001 bolo považovať lepšie rozpočtové výsledky v priaznivom období za štrukturálne zlepšenia, ktoré často motivovali k vyšším výdavkom alebo znižovaniu daní.

### Úloha automatických stabilizátorov

Úprava rozpočtu ako dôsledok hospodárskeho spomalenia odráža do veľkej miery pôsobenie automatických stabilizátorov, ktoré pomáhajú tlmiť výkyvy v hospodárstve. Je to prijateľné, nakoľko tento druh fiškálnej reakcie je včasný a nepodlieha rizikám politickej motivovanej ekonomiky, ktorá môže oslabiť účinnosť samovoľných rozpočtových opatrení. Automatické stabilizátory predovšetkým neovplyvňuje oneskorená identifikácia opatrení alebo politické rozhodovanie a implementačný proces. Automatická cyklická reakcia na strane príjmov, a do menšej miery aj na strane výdavkov, navyše spôsobí, že automatické stabilizátory získajú efekt návratu (*self-reversing*). Vplyv záujmových skupín v dosahovaní výhod pre určitú skupinu je v tomto prípade veľmi malý. Krajiny eurozóny uplatňujúce ustanovenia Paktu stability a rastu majú k dispozícii pomerne širokú škálu automatických stabilizátorov.

1 Pozri článok „Ten years of the Stability and Growth Pact“ v Mesačnom bulletinu ECB z októbra 2008.

2 Pozri box s názvom „Poučenie z vývoja fiškálnej politiky v rokoch 2000 – 2001“ vo Výročnej správe ECB za rok 2007.

3 Pre informácie o presnosti prognóz a náročnosti predpovedania obrátov v hospodárskom vývoji pozri M. Blix, J. Wadejford, U. Wienecke a M. Ådahl: „How good is the forecasting performance of major institutions?“ *Economic Review*, 2001:3, Sveriges Riksbank, s. 38 – 68.

## Riziká rozpočtového aktivizmu v časoch finančnej krízy

V súvislosti s využívaním svojvoľných opatrení rozpočtovej politiky na podporu dopytu prevláda konsenzus, že tieto opatrenia by mali byť včasné a presne ciele, aby sa zabezpečila ich účinnosť, no zároveň by mali byť iba dočasné, aby sa predišlo dodatočným rizikám, ktoré ohrozujú udržateľnosť rozpočtu. Inými slovami, nejasná návratnosť fiškálnych opatrení zvyšujúcich deficit môže oslabiť dôveru verejnosti v udržateľnosť verejných financií a viesť k nárastu preventívnych úspor alebo nepriaznivým reakciám finančných trhov a vyšším úrokovým sadzbám, čo je v konečnom dôsledku v protiklade s expanzívnym cieľom takýchto opatrení. Ako varovanie v tomto prípade slúži fiškálny aktivizmus zaznamenaný počas ropnej krízy zo 70. rokov 20. storočia – namiesto rastu dopytu nakoniec prispel k destabilizácii reálnej ekonomiky a k zvýšeniu inflačných tlakov a vládneho dlhu, a to s minimálnym, resp. žiadnym pozitívnym účinkom.

Pokiaľ ide o ciele opatrení, tie by mali byť prijímané v oblastiach s najvyššou elasticitou a tam, kde sa dá očakávať najmenšia deformácia v dôsledku poskytnutej pomoci. V tomto zmysle by sa mala zohľadňovať hlavne kvalita fiškálnej podpory a prijímať by sa mali predovšetkým opatrenia, ktoré najväčšou mierou prispievajú k oživeniu a následnému dlhodobému rastu. Veľmi dôležitá je aj včasnosť prijímaných opatrení, nakoľko skúsenosť z minulosti ukazuje, že opatrenia prijímané na základe vlastného uváženia sú často v konečnom dôsledku procyklické, keďže ich účinok sa prejaví až oneskorene.

Kvalita rozpočtovej politiky je dôležitá z mnohých dôvodov. Aj keď by sa o optimálnej veľkosti vlády dalo diskutovať<sup>4</sup>, ak by kvalita verejných výdavkov bola vyššia, obyvatelia eurozóny by na tom boli minimálne tak dobre ako v súčasnosti, no platili by nižšie dane. Zároveň existujú určité dôkazy, že v minulosti vlády rástli na úkor hospodárskeho rastu.<sup>5</sup> Ak vlády v eurozóne budú dodržiavať Pakt stability a rastu, prinesie im to dlhodobé výhody a obyvatelia pocítia rast životnej úrovne.<sup>6</sup>

4 Existujúce dôkazy naznačujú, že vlády sa v mnohých industrializovaných krajinách rozrástli viac, než bolo potrebné na dosiahnutie ich hlavných cieľov. Pozri napríklad A. Afonso, L. Schuknecht a V. Tanzi (2005): „Public sector efficiency: an international comparison“, *Public Choice* 123 (3 – 4), str. 321 – 347 alebo A. Afonso a D. Furceri: „Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth“, *Working Paper Series*, No. 849, ECB 2008.

5 Pozri A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht a M. Thöne: „Quality of public finances and growth“, *Working Paper Series*, No. 438, ECB 2005.

6 Náklady na zoštíhlenie vlády môžu byť v prípade dobre zvládnutej prípravy a implementácie nízke, pozri napríklad S. Hauptmeier, M. Heipertz a L. Schuknecht: „Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach“, *Working Paper Series*, No. 364, ECB 2006.

## 2.6 VÝVOJ VÝMENNÝCH KURZOV A PLATOBNEJ BILANCIE

### MIERNE ZHDNOTENIE EURA V ROKU 2008 V EFEKTÍVOM VÝMENNOM KURZE

Devízový trh ovplyvnili v roku 2008 významnou mierou turbulencie na peňažných a úverových trhoch, ktoré sa začali v auguste 2007, a neskôr aj ich dopad na reálnu svetovú ekonomiku. V prvých štyroch mesiacoch roka 2008 euro pokračovalo v zhodnocovaní, ktoré začalo koncom roka 2000, a to po viac-menej optimistických

očakávaní relatívnych vyhládok hospodárstva eurozóny. Nominálny efektívny výmenný kurz (effective exchange rate – EER) sa po dosiahnutí rekordnej úrovne v apríli do augusta stabilizoval. Následne euro zažilo vlnu prudkého oslabovania a za tri mesiace kleslo na úroveň z polovice roka 2007. Prudké oslabenie eura spôsobila najmä úprava očakávaní trhu vzhľadom na perspektívy vývoja hospodárstva eurozóny v súvislosti so stupňujúcou sa finančnou krízou a jej globálnym dosahom. Oslabenie sa odohralo v prostredí zvýšenej neistoty na trhoch a globálnej



averzie voči riziku. Do konca roka sa vývoj eura prudko otočil a 18. decembra 2008 dosiahlo historicky najvyššiu úroveň. Na konci roka 2008 bolo euro v nominálnom efektívnom výmennom kurze (NEER) približne o 2,5 % silnejšie než na začiatku roka a približne o 7 % silnejšie než bola jeho priemerná hodnota v roku 2007. Veľkú časť z nominálneho efektívneho zhodnotenia eura v roku 2008 možno pripísať jeho výraznému posilneniu voči britskej libe, ktoré čiastočne vykompenzovalo oslabenie eura voči americkému doláru a japonskému jenu.

Oproti americkému doláru sa euro v prvých ôsmich mesiacoch roka výrazne zhodnotilo a v polovici júla dosiahlo rekordnú úroveň 1,60 USD/EUR. Toto posilnenie do veľkej miery spôsobilo očakávané zvyšovanie rozdielu medzi úrokovými sadzbami v prospech aktív eurozóny, odrážajúc názory na trhu, že pokračujúce turbulencie na finančných trhoch budú mať na eurozónu podstatne menší vplyv ako na Spojené štáty. Neskôr zverejnené údaje však naznačovali, že turbulencie na finančných trhoch, ktoré v auguste 2007 začali na rizikovom americkom trhu s hypotékami, spôsobujú ekonomické spomaľovanie vo všetkých hlavných hospodárskych oblastiach. V dôsledku toho sa euro začalo v auguste prudko oslabovať voči americkej mene. Počas jesene sa tlaky na znehodnocovanie spoločnej meny v dôsledku opätovných problémov na svetových peňažných a úverových trhoch ešte zintenzívnili a euro postupne kleslo až na októbrových 1,25 USD/EUR. Prudké znehodnotenie eura čiastočne súviselo s celosvetovým nedostatkom dolárovej likvidity, ktorý spôsobil rozsiahlu repatriáciu zahraničných investícií a spoločný postup centrálnych bánk. Americký dolár sa v prostredí extrémne zvýšenej averzie voči riziku mohol spoľahnúť na svoj medzinárodný štatút. Americkému doláru zrejme pomohli aj ďalšie technické a potenciálne prechodné faktory na devízových trhoch, čo naznačuje aj nižšiu mieru korelácie medzi diferenciálnymi úrokovými sadzbami a vývojom výmenného kurzu EUR/USD v tomto období. Po tom, ako sa oslabil vplyv spomenutých necyklických faktorov, ktoré na jeseň pomáhali doláru, a devízové trhy sa opäť zamerali na vyhliadky rastu a rozdiely

v úrokových sadzbách v hlavných hospodárskych oblastiach, euro v decembri výrazne posilnilo. Dňa 31. decembra sa s eurom obchodovalo na úrovni 1,39 USD/EUR, čo je o približne 5 % menej ako na začiatku roka 2008 a približne o 6 % viac ako bol priemer v roku 2007.

Podobne ako v prípade výmenného kurzu voči americkému doláru, euro kolísalo počas roka 2008 aj oproti japonskému jenu, keď sa obchodovalo v nezvyčajne širokom rozpätí 115,75 JPY/EUR až 169,75 JPY/EUR. Volatilitu výmenného kurzu eura a japonského jenu zrejme nezapríčinili iba rozdielne hodnotenia relatívnych hospodárskych vyhliadok, ale najmä očakávania trhu vzhľadom na volatilitu cien aktív. Tie ovplyvnili očakávanú ziskovosť transakcií typu *carry trade*, teda obchodov pozostávajúcich z úverov v málo výnosnej mene (napríklad v jenochoch) a investícií do vysoko výnosnej meny. Zvýšenie očakávanej volatility jenu vo všeobecnosti znižuje jeho atraktivitu ako úverovej meny v transakciách *carry trade*, čo spôsobuje tlaky na jeho zhodnotenie a následné oslabenie vysoko výnosných mien. Implikovaná volatilita výmenného kurzu eura a japonského jenu, meraná ukazovateľmi cien opcií, sa počas roka 2008 významne menila a po dosiahnutí rekordnej hodnoty v októbri začala postupne klesať. Extrémne volatilné podmienky na devízovom trhu do veľkej miery spôsobili počiatkové zhodnocovanie a následné výrazné oslabovanie eura voči jenu v roku 2008. Dňa 31. decembra 2008 sa s eurom obchodovalo na úrovni 126,14 JPY/EUR, čo je približne o 23 % menej ako na začiatku roka a približne o 22 % menej, ako bol priemer v roku 2007.

Euro v roku 2008 pokračovalo v zhodnocovaní voči britskej libe a do konca roka sa prudko posilnilo o 28,5 %, v porovnaní s 9-percentným zhodnotením zaznamenaným v roku 2007. Dňa 29. decembra sa s eurom obchodovalo na úrovni 0,98 GBP/EUR, čo predstavuje najsilnejšiu úroveň od vzniku spoločnej meny v roku 1999. Významné oslabenie libry, predovšetkým v posledných mesiacoch roka 2008, súvisí s rozsiahlym spomaľením hospodárskej aktivity v Spojenom kráľovstve, ktoré sa podpísalo pod

zásadné uvoľnenie podmienok menovej politiky a následný pokles dlhodobých výnosov.

V období od začiatku januára do 31. decembra sa euro prudko posilnilo voči menám viacerých obchodných partnerov EÚ, napríklad o 15,3 % voči švédskej korune, o 15,3 % voči poľskému zlotému, o 12,3 % voči rumunskému leu, o 5,3 % voči maďarskému forintu a o 1,9 % voči českej korune. Výrazné zhodnotenie bolo v prípade eura zaznamenané aj voči kórejskému wonu (33,6 %), nórskej korune (22,1 %) a austrálskemu a kanadskému doláru (21,0 %, resp. 17,1 %). Zhodnocovanie eura voči týmto menám čiastočne kompenzovalo oslabovanie voči menám niektorých ázijských obchodných partnerov, ktorých meny sú naviazané na americký dolár, osobitne voči čínskemu jüanu (11,4 %) a singapurskému a hongkongskému doláru (5,2 %, resp. 6 %). Euro sa oslabilo aj voči švajčiarskemu franku (10,2 %), v reakcii na jeho pozíciu v transakciách *carry trade*, resp. mimo nich, keďže švajčiarsky frank podobne ako japonský jen sa v týchto finančných transakciách používa ako úverová mena.

Reálny EER, vychádzajúci z rôznych nákladových a cenových ukazovateľov, sa v prvých

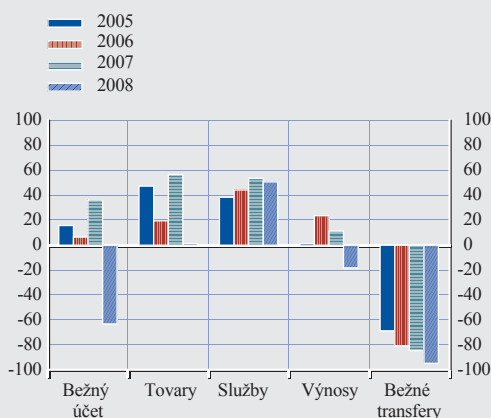
štyroch mesiacoch roka 2008 posilňoval, aby sa následne do augusta stabilizoval. Neskôr reálny EER až do novembra klesal, no v posledných mesiacoch roka 2008 začal opäť mierne rásť. V poslednom štvrtroku 2008 reálny EER eura, založený na spotrebiteľských cenách, dosiahol o 2 % nižšiu hodnotu, ako bol priemer v roku 2007, a o 4 % nižšiu hodnotu, ako bola jeho priemerná hodnota v rovnakom období roku 2007.

### BEŽNÝ ÚČET SA V ROKU 2008 DOSTAL DO DEFICITU

V roku 2008 sa bežný účet eurozóny dostal do deficitu vo výške 63,2 mld. € (resp. 0,7 % HDP eurozóny), v porovnaní s prebytkom vo výške 36,3 mld. € v roku 2007. Spôsobil to najmä deficit obchodu s tovarmi, ktorý v roku 2008 dosiahol výšku 0,6 mld. € v porovnaní s prebytkom 56,6 mld. € v roku 2007. K tomuto vývoju prispel najmä pokles vývozu predovšetkým v druhom polroku 2008 a výrazný nárast dovozných cien v prvých ôsmich mesiacoch roka. K celkovému zhoršeniu bilancie bežného účtu prispelo aj zvýšenie deficitu bilancie bežných transferov a deficit zaznamenaný v zložke výnosov. Prebytok v oblasti služieb sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom znížil iba mierne (o 2,6 mld. €) a v roku 2008 dosiahol 50,6 mld. € (graf 33).

Graf 33 Bežný účet a jeho zložky

(ročné údaje; v mld. EUR)

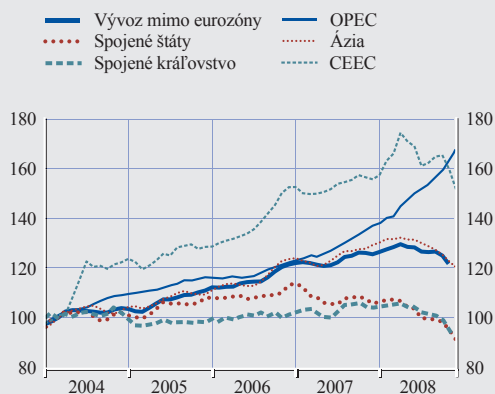


Zdroj: ECB.

Poznámka: Rok 2008 obsahuje údaje do októbra.

Graf 34 Objem exportu eurozóny vybraným obchodným partnerom

(indexy: Q1 2004 = 100; očistené od sezónnych vplyvov; kľzavý priemer za 3 mesiace)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z decembra 2008 s výnimkou vývozu mimo eurozóny a Spojeného kráľovstva (november).

Pokles vývozu tovarov počas roka 2008 môžeme do veľkej miery pripísať slabému globálnemu dopytu a nepriaznivým podmienkam obchodného financovania vo svete. Po dočasnom zlepšení v prvom štvrtroku 2008 sa vývoz z eurozóny do Spojených štátov a ďalších krajín OECD, ako aj do Číny a zvyšku Ázie, začal znižovať. Oslabil sa aj vývoz do členských štátov, ktoré do EÚ vstúpili od roku 2004. Tempo rastu vývozu do krajín združených v OPEC bolo naopak počas celého roka vysoké z dôvodu silného hospodárskeho rastu

v týchto krajinách a rastu bohatstva vďaka príjmom z predaja ropy (graf 34).

Pokles cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti eurozóny zaznamenaný od roku 2001 v súvislosti s depreciáciou eura sa v druhej polovici roka 2008 čiastočne zastavil. Pomalší rast vývozných cien eurozóny v prvej polovici roka naznačuje, že podniky v eurozóne upravili svoje ziskové marže, aby vykompenzovali pokles cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti (box 9).

## Box 9

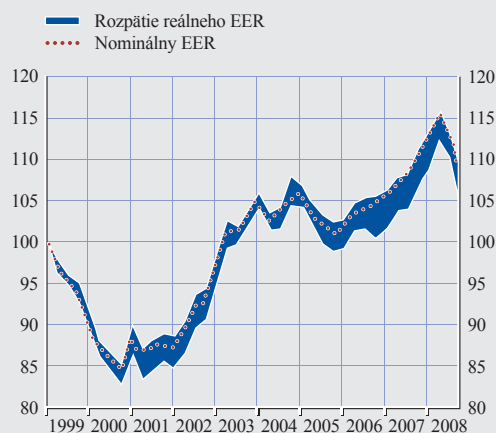
### VÝVOJ KONKURENCIESCHOPNOSTI EUROZÓNY

Hodnotenie medzinárodnej cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti eurozóny, ktoré odráža aj konkurencieschopnosť jednotlivých krajín eurozóny, môže poskytnúť dôležité informácie na monitorovanie hospodárstva eurozóny. Tento box sa venuje vývoju konkurencieschopnosti eurozóny, ktorá sa meria viacerými reálnymi efektívnymi výmennými kurzami na agregátnej úrovni a na úrovni jednotlivých členských štátov. V krátkosti môžeme povedať, že tieto ukazovatele poukazujú na pokles cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti eurozóny za posledných desať rokov, najmä v dôsledku nominálneho zhodnocovania výmenného kurzu eura. Aj keď tento výsledok nezávisí od použitých deflátorov, vývoj konkurencieschopnosti v jednotlivých krajinách vykazuje pomerne veľkú dávku rôznorodosti.

Pokiaľ ide o eurozónu ako celok, graf A porovnáva vývoj nominálneho efektívneho výmenného kurzu (effective exchange rate – EER) eura s rozpätím odvodeným od piatich reálnych indexov EER založených na rôznych deflátoroch.<sup>1</sup> Jednotlivé ukazovatele naznačujú pokles konkurencieschopnosti v rokoch 1999 až 2008 na úrovni približne 5 až 10 % (podľa reálneho aj nominálneho EER). Vývoj nominálneho EER a vývoj reálneho EER teda do určitej miery spolu súvisia a v oblasti vývoja cien v eurozóne a takisto v prípade jej obchodných partnerov vykazujú určité podobnosti. Celkový pokles konkurencieschopnosti preto môžeme vysvetliť najmä vývojom nominálneho výmenného kurzu, ktorý možno rozdeliť do niekoľkých období. V prvom období, od roku

**Graf A Nominálny a reálny efektívny výmenný kurz eura**

(index: Q1 1999 = 100; štvrťročné údaje)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámky: Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2008.

Reálny EER v poslednom štvrtroku 2008 je dostupný len na základe indexu spotrebiteľských cien a indexu cien výrobcov.

<sup>1</sup> Ide o päť deflátorov: index spotrebiteľských cien (CPI), ceny výrobcov, HDP, jednotkové náklady práce vo výrobe a jednotkové náklady práce v celom hospodárstve.

1999 do roku 2001, konkurencieschopnosť rástla z dôvodu oslabovania eura. Nasledoval pokles konkurencieschopnosti spôsobený najmä zhodnocovaním eura v období rokov 2002 až 2004 a neskôr od roku 2006. V poslednom čase eurozóna zaznamenáva rast konkurencieschopnosti v dôsledku oslabovania eura v druhom polroku 2008.

Vývoj cenovej konkurencieschopnosti eurozóny ako celku môže zakrývať dosť odlišný vývoj v jednotlivých krajinách. Na analýzu posledného tvrdenia ECB využíva konzistentnú metódu, v rámci ktorej kompiluje súbor harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti za každú krajinu eurozóny a porovnáva ich s ostatnými krajinami eurozóny a niekoľkými obchodnými partnermi mimo eurozóny.<sup>2</sup> Existujú tri harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti, ktoré sa počítajú ako vážený priemer bilaterálnych výmenných kurzov založených na váhach obchodu (ktoré odrážajú relatívnu dôležitosť hlavných konkurentov danej krajiny), znížený o deflátor CPI, deflátor HDP alebo deflátor jednotkových nákladov práce. Spomedzi harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti sa najčastejšie využíva ukazovateľ založený na indexe spotrebiteľských cien, sčasti vďaka relatívne homogénnej definícii indexu spotrebiteľských cien v jednotlivých krajinách, a tiež vďaka presnosti týchto údajov a ich relatívne rýchlej dostupnosti. Ukazovatele založené na deflátoroch HDP a jednotkových nákladoch práce poskytujú alternatívne hodnotenie konkurencieschopnosti, ktoré sa zameriava viac na výrobnú ako spotrebnú stránku hospodárstva.

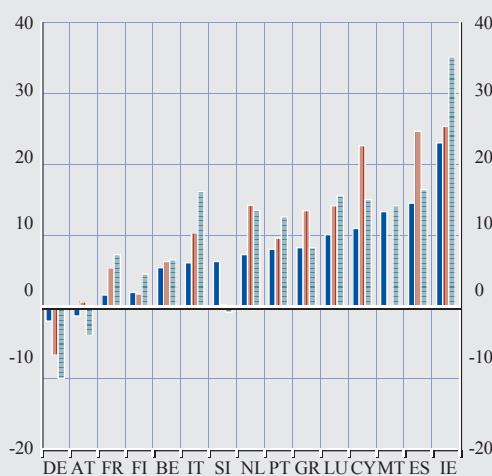
Pri interpretácii týchto ukazovateľov treba brať do úvahy aj ďalšie podmienky. Indexové ukazovatele konkurencieschopnosti neberú do úvahy rozdiely v počiatočných cenových hladinách, a preto nie je možné na základe týchto ukazovateľov posúdiť, ktorá krajina je v absolútnom vyjadrení najkonkurencieschopnejšia. Dôležitú

### Graf B Zmeny v harmonizovaných ukazovateľoch konkurencieschopnosti<sup>1)</sup> v krajinách eurozóny

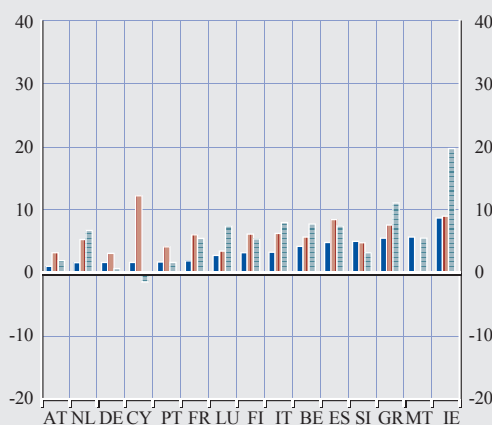
(v percentuálnych bodoch; štvrťročné údaje)

— CPI  
— HDP  
— ULC

1. štvrťrok 1999 až 4. štvrťrok 2008



1. štvrťrok 2006 až 4. štvrťrok 2008



Zdroj: Výpočty ECB.

1) Na základe deflátorov indexu spotrebiteľských cien (CPI), HDP a celkových jednotkových nákladov práce (ULC), vrátane obchodu v rámci a mimo eurozóny.

Poznámky: Záporné (kladné) číslo predstavuje nárast (pokles) cenovej konkurencieschopnosti. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2008 (na základe deflátoru CPI) a tretí štvrťrok 2008 (na základe deflátoru HDP a deflátoru ULC). Na obdobie od 1. štvrťroka 2006 do 4. štvrťroka 2008 boli zmenené váhy harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti na Q1 2006 = 100. ECB nezverejňuje harmonizovaný ukazovateľ konkurencieschopnosti na základe deflátoru HDP pre Maltu.

2 Pre podrobnejšiu analýzu harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti pozri F. di Mauro a K. Foster, „Globalisation and the competitiveness of the euro area“, Occasional Paper Series, No 97, ECB, september 2008 a článok „Monitoring labour cost developments across euro area countries“ v Mesačnom bulletinu ECB z novembra 2008.

úlohu pri hodnotení na základe týchto ukazovateľov zohráva aj zvolený začiatok a koniec pozorovaného obdobia. Harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti navyše zachytávajú iba niektoré aspekty konkurencieschopnosti. Ak by sme chceli získať všeobecnejší prehľad, museli by sme v podrobnejšej analýze zohľadniť aj ďalšie faktory, ako napríklad obchodnú špecializáciu alebo všeobecné obchodné prostredie, rozdiely v cenách na jednotlivých trhoch alebo spôsob, akým obchodné ceny reagujú na zmeny výmenných kurzov.<sup>3</sup> Navyše, za daných okolností metodika použitá pre tieto ukazovatele nezohľadňuje v plnom rozsahu rozdielnu produktivitu sektora služieb v jednotlivých krajinách (v objeme obchodu jednotlivých obchodných partnerov nie je zachytená obchodná štruktúra v tomto sektore).

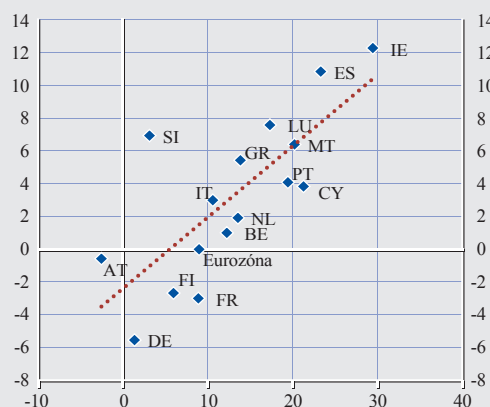
Čo sa týka vývoja harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti v minulosti, z grafu B vyplýva pomerne vysoký stupeň rôznorodosti vo vývoji konkurencieschopnosti v jednotlivých krajinách eurozóny. Podľa harmonizovaného ukazovateľa konkurencieschopnosti vychádzajúceho z indexu spotrebiteľských cien najväčší pokles konkurencieschopnosti od roku 1999 zaznamenalo Írsko (viac ako 20 %), za ktorým nasleduje Cyprus, Malta, Luxembursko a Španielsko (od 10 do 20 %). Rakúsko, Nemecko, Fínsko a Francúzsko zaznamenali v rovnakom období najmenší pokles, resp. mierne zvýšenie konkurencieschopnosti. Keď sa zameriame na posledné obdobie zhodnocovania eura, teda na obdobie od začiatku roka 2006, zistíme, že rozdiely sú menšie a že všetky krajiny zaznamenali pokles konkurencieschopnosti. Zatiaľ čo rozsah zmien v konkurencieschopnosti jednotlivých krajín v niektorých prípadoch závisí od zvoleného deflátoru, kvalitatívne závery ostávajú pri všetkých ukazovateľoch rovnaké.

Harmonizované ukazovatele konkurencieschopnosti tiež umožňujú rozlišovať medzi vývojom vnútornej a vonkajšej konkurencieschopnosti na úrovni jednotlivých krajín. Ide o užitočný poznatok, keďže pohyby nominálneho výmenného kurzu od zavedenia eura sú dôležité iba z hľadiska vonkajšej konkurencieschopnosti. Cenovú konkurencieschopnosť jednotlivých krajín eurozóny preto ovplyvňuje iba rozdielny vývoj nákladov a cien. Vo všeobecnosti sú poklesy cenovej konkurencieschopnosti na úrovni jednotlivých krajín oveľa výraznejšie v súvislosti s obchodnými partnermi mimo eurozóny, čo dokazuje aj klesajúca krivka zachytávajúca vzťah medzi ukazovateľmi vnútornej a vonkajšej konkurencieschopnosti (graf C). Tento vývoj do veľkej miery odráža celkové nominálne zhodnocovanie výmenného kurzu eura v období rokov 1999 až 2008. Krajiny ako napr. Írsko, v ktorých obchod s partnermi nepatriacimi do eurozóny predstavuje relatívne vysoký podiel, zaznamenávajú aj relatívne vysoký pokles vonkajšej kon-

### Graf C Vývoj harmonizovaných ukazovateľov konkurencieschopnosti v rámci a mimo eurozóny<sup>1)</sup>

(kumulované zmeny v percentuálnych bodoch od 1. štvrťroka 1999 do 4. štvrťroka 2008)

Os x: zmena harmonizovaného ukazovateľa vonkajšej konkurencieschopnosti mimo eurozóny  
Os y: zmena harmonizovaného ukazovateľa vonkajšej konkurencieschopnosti v rámci eurozóny



Zdroj: Výpočty ECB.

1) Na základe CPI.

Poznámky: Kladné (záporné) číslo predstavuje pokles (nárast) cenovej konkurencieschopnosti. V prípade eurozóny graf zobrazuje reálny EER eura voči 22 obchodným partnerom iba na základe obchodu mimo eurozóny.

3 Pre podrobnejšiu analýzu týchto problémov konkurencieschopnosti pozri Pracovná skupina Výboru ESCB pre menovú politiku: „Competitiveness and the export performance of the euro area“, Occasional Paper Series, No 30, ECB, jún 2005, alebo U. Baumann a F. di Mauro: „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges“, Occasional Paper Series, No 55, ECB, marec 2007.

kurencieschopnosti. V prípade väčšiny krajín však úzka korelácia medzi vnútornou a vonkajšou konkurencieschopnosťou naznačuje, že relatívne pozície konkurencieschopnosti jednotlivých krajín eurozóny určuje najmä vývoj domácich nákladov a cien. Rakúsko je jedinou krajinou, v ktorej sa zvýšila vnútorná a vonkajšia konkurencieschopnosť. Fínsko, Francúzsko a Grécko tiež zaznamenali rast vnútornej konkurencieschopnosti, no oproti obchodným partnerom nepatriacim do eurozóny si pohoršili. Vnútorná a vonkajšia konkurencieschopnosť ostatných krajín eurozóny sa znížila.

Na základe niekoľkých ukazovateľov reálnych EER môžeme zhodnotiť, že cenová a nákladová konkurencieschopnosť eurozóny v posledných desiatich rokoch klesala, čo do veľkej miery spôsobilo nominálne zhodnocovanie eura. Vývoj konkurencieschopnosti v krajinách eurozóny však bol pomerne odlišný, najmä v dôsledku rozdielneho vývoja domácich nákladov a cien, ako aj v dôsledku geografickej špecializácie zahraničného obchodu v jednotlivých krajinách.

Objem dovezených tovarov v roku 2008 klesol, najmä v prípade polotovarov. Zároveň, dovozná cena až do tretieho štvrťroku 2008 rýchlo rástli, aby v poslednom štvrťroku svoj rast spomalili. Keďže vývoj cien prevážil pokles v objeme dovezených tovarov, celková hodnota dovozu sa v prvých troch štvrťrokoch výrazne zvýšila. Údaje o cenách v jednotlivých kategóriách tovarov naznačujú, že stabilný rast dovozných cien až do leta, následné spomalenie ich rastu spôsobil do veľkej miery vývoj cien ropy a neenergetických komodít (graf 35). Aj napriek poklesu cien ropy, zaznamenávanému od leta, kumulovaný deficit obchodu s ropou za obdobie dvanástich mesiacov do novembra 2008

dosiahol 223,6 mld. €, podstatne viac ako už zvýšená hodnota 170 mld. € zaznamenaná na konci roka 2007.

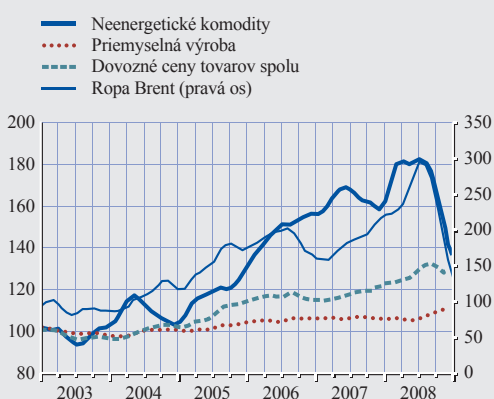
#### ČISTÝ PRÍLEV PRIAMÝCH A PORTFÓLIOVÝCH INVESTÍCIÍ SA V ROKU 2008 ZVÝŠIL

V rámci finančného účtu eurozóna zaznamenala v roku 2008 čistý prílev priamych a portfóliových investícií vo výške 128,5 mld. €, v porovnaní s čistým prílevom vo výške 47,3 mld. € v predchádzajúcom roku. Tento nárast odrážal vyšší čistý prílev dlhových nástrojov a portfóliových investícií do akcií. Tento vývoj bol čiastočne vyvážený zvýšeným čistým odlevom priamych investícií (graf 36).

Turbulencie na finančných trhoch viedli v roku 2008 k zvýšenej volatilitě vo všetkých segmentoch finančného trhu a v dôsledku finančného vplyvu na reálne hospodárstvo aj k vysokej miere neistoty vzhľadom na globálne vyhliadky. Globálne rozhodnutia o portfóliovej alokácii boli preto ovplyvnené následným odlevom likvidity v kľúčových segmentoch trhu a v konečnom dôsledku mali vplyv na tok cezhraničných portfóliových investícií v eurozóne. Napríklad akciový trh zaznamenal v roku 2008 nezvyčajne vysoký objem čistých predajov finančných nástrojov eurozóny zo strany globálnych investorov, ako aj zahraničných akcií zo strany investorov z eurozóny. Globálni investori znižovali svoje zahraničné investície zrejme aj v dôsledku opatrnejších stratégií investovania a globálneho poklesu cien akcií.

**Graf 35 Dovozné ceny tovarov z krajín mimo eurozóny**

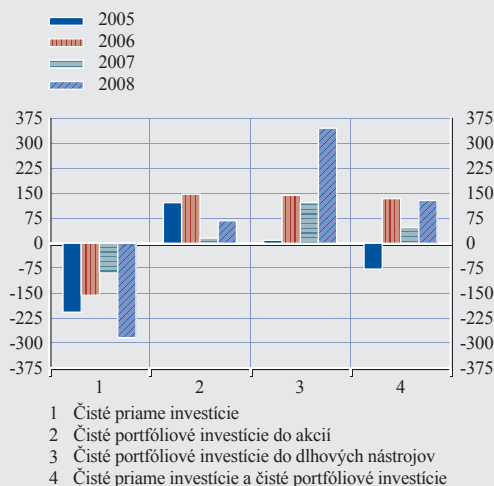
(indexy: Q1 2003 = 100; očistené od sezónnych vplyvov; kľzavý priemer za 3 mesiace)



Zdroj: ECB.

**Graf 36 Priame a portfóliové investície eurozóny**

(ročné údaje; v mld. EUR)



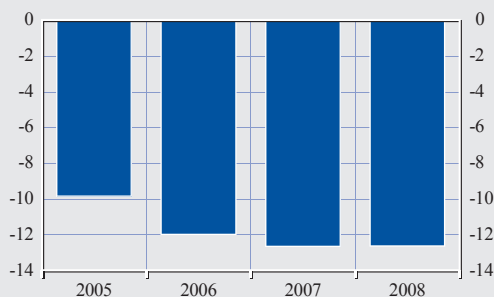
Zdroj: ECB.

Poznámka: Rok 2008 obsahuje údaje do októbra 2008.

Z dôvodu turbulencií na finančných trhoch sa v roku 2008 podstatne znížil tak objem priamych zahraničných investícií v eurozóne, ako aj objem investícií eurozóny v zahraničí, čo naznačuje uprednostňovanie domácich trhov. Pokles investícií nerezidentov eurozóny bol výraznejší ako pokles investícií eurozóny v zahraničí, čo

**Graf 37 Čistá medzinárodná investičná pozícia**

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje ku koncu roka s výnimkou roku 2008 (tretí štvrťrok).

viedlo k vyššiemu celkovému čistému odlevu zahraničných investícií do eurozóny.

Napokon vyšší čistý odlev dlhových cenných papierov v hodnote 345,6 mld. €, v porovnaní so 122,8 mld. € v roku 2007, prispel k nárastu čistého odlevu na finančnom účte. Pod tento vývoj sa zrejme podpísala väčšia averzia voči riziku, zvýšená potreba likvidity a rozdiely v krátkodobých úrokových sadzbách. Vysoký čistý prílev zaznamenali najmä nástroje peňažného trhu, ktoré v septembri a októbri 2008 dosiahli najvyššie hodnoty od roku 1999. Pod tento vývoj sa zrejme podpísali snahy o zvýšenie likvidity v súvislosti so silnejúcimi turbulenciami na finančných trhoch.

#### MEDZINÁRODNÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA V ROKU 2008

Údaje o medzinárodnej investičnej pozícii eurozóny voči zvyšku sveta dostupné za obdobie do tretieho štvrťroka 2008 naznačujú, že eurozóna zaznamenala voči zvyšku sveta čisté pasíva vo výške 1 158 mld. € (čo predstavuje 12,5 % HDP eurozóny), v porovnaní s čistými pasívami vo výške 1 131 mld. € (tiež 12,5 % HDP) na konci roka 2007 (graf 37). Mierny nárast čistých pasív v roku 2008 bol vo veľkej miere spôsobený zvýšením čistej pasívnej pozície v oblasti iných investícií (o 191 mld. €) a portfóliových investícií (o 76 mld. €), ktoré takmer úplne vykompenzovalo zvýšenie čistej aktívnej pozície v oblasti priamych investícií eurozóny v zahraničí (o 182 mld. €) a finančných derivátov (o 35 mld. €). Rezervné aktíva sa zvýšili iba nepatrne. K tomuto vývoju prispieval vplyv ocenenia v dôsledku vývoja cien akcií a výmenného kurzu.

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

#### HOSPODÁRSKA AKTIVITA

Hospodársky rast vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny počas roku 2008 klesal po niekoľkých rokoch masívnej expanzie (tabuľka 6).<sup>1</sup> Zatiaľ čo spomaľovanie hospodárskej aktivity bolo možné pozorovať takmer vo všetkých krajinách, ročné miery rastu HDP i rozsah spomaľovania sa značne odlišovali.

K najvýraznejšiemu spomaleniu došlo v pobaltských štátoch, kde v Litve priemerný ročný rast klesol v porovnaní s predchádzajúcim rokom na viac ako polovicu a v Estónsku a Lotyšsku dosiahol záporné hodnoty. Vo všetkých troch krajinách tento vývoj nasledoval po niekoľkých rokoch veľmi silného hospodárskeho rastu, ktorý bol sprevádzaný mimoriadne výrazným rastom miezd, úverov a inflácie, ako aj veľmi vysokým deficitom na bežnom účte. Makroekonomická nerovnováha v pobaltských štátoch zostala aj v roku 2008 naďalej veľká, odhliadnuc od čiastočného zlepšenia zaznamenaného počas roka.

Spomalenie rastu HDP bolo vo väčšine ostatných členských štátov nepatriacich do eurozóny spôsobené najmä oslabovaním vonkajšieho prostredia a neskôr, koncom roka i priamym vplyvom silnejúcej finančnej krízy. Prísnejšie podmienky financovania a klesajúce ceny aktív

oslabili spotrebiteľskú i podnikateľskú dôveru a pribzdili domáci dopyt.

Spomalenie hospodárskeho rastu na Slovensku z 10,4 % v roku 2007 na 6,4 % v roku 2008 čiastočne znamenalo normalizáciu po výnimočne vysokom raste v predchádzajúcom roku. Veľmi nízky hospodársky rast v Maďarsku v roku 2008 na úrovni 0,5 % odráža oneskorený vplyv veľkého súboru opatrení v oblasti rozpočtovej konsolidácie v roku 2007, po ktorom sa krajina začala v roku 2008 pomaly zotavovať, v kombinácii s následným vplyvom finančnej krízy na hospodárstvo. V troch členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré vstúpili do EÚ pred rokom 2004, sa vplyv finančnej krízy prejavil rovnakou mierou, pričom ročné miery rastu HDP boli za rok 2008 v Spojenom kráľovstve 0,7 %, vo Švédsku -0,2 % a v Dánsku -1,3 %. Zdá sa, že hospodárska aktivita v Poľsku a Českej republike bola ovplyvnená v menšom rozsahu, rast HDP sa v týchto krajinách v roku 2008 spomalil na 5,4 %, resp. 3,2 %. Hoci v Rumunsku a Bulharsku zazna-

1 Členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny sledované v tejto časti zahŕňajú 12 členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny v období ku koncu decembra 2008 (t. j. Bulharsko, Českú republiku, Dánsko, Estónsko, Lotyšsko, Litvu, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko, Švédsko a Spojené kráľovstvo).

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

(ročná percentuálna zmena)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Bulharsko	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Česká republika	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Dánsko	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estónsko	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Lotyšsko	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litva	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Maďarsko	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Poľsko	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Rumunsko	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovensko	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Švédsko	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Spojené kráľovstvo	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EÚ 9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EÚ 12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Eurozóna	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Zdroj: Eurostat a národné zdroje.

Poznámka: Údaje za niektoré krajiny nie sú očistené od sezónnych vplyvov.

1) Agregát EÚ 9 tvorí deväť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré vstúpili do EÚ 1. mája 2004 a 1. januára 2007.

2) Agregát EÚ 12 tvorí dvanásť členských štátov EÚ, ktoré k 31. decembru 2008 nepatriли do eurozóny.



menali v roku 2008 dynamický rast vo výške 7,1 % a 6,0 %, po dlhom období veľmi vysokého rastu podporovaného vysokým domácim dopytom, výrazným rastom objemu úverov a rastom miezd, ako aj veľkým prílevom priamych zahraničných investícií sa hospodárska aktivita ku koncu roka v týchto krajinách výraznejšie spomalila.

### VÝVOJ CIEN

Priemerná ročná miera inflácie sa v roku 2008 zvýšila vo všetkých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny (s výnimkou Maďarska) a v krajinách s inflačným cieľom výrazne prekročila inflačné ciele. Toto zvýšenie odráža rastúci trend miery inflácie vo väčšine krajín v prvom polroku, ktorý neskôr zaznamenal obrat. V decembri 2008 bola inflácia vo väčšine krajín nižšia ako na začiatku roka.

Najvyššie miery inflácie zaznamenali v pobaltských štátoch a Bulharsku, kde sa priemerná ročná inflácia meraná HICP pohybovala v rozpätí od 10,6 % do 15,3 %. V Českej republike, Maďarsku a Rumunsku bola priemerná ročná miera inflácie meraná HICP v rozpätí 6,0 % až 7,9 %, zatiaľ čo v ostatných krajinách – Dánsku, Poľsku, na Slovensku, vo Švédsku a v Spojenom kráľovstve – to bolo od 3,3 % do 4,2 %.

Jeden z hlavných faktorov celoplošného rastu inflácie bol spoločný takmer pre všetky krajiny EÚ nepatriace do eurozóny, konkrétne výrazný rast svetových cien potravín a energií. Niektoré krajiny výrazne zvýšili regulované ceny a nepriame dane a k rastu prispelo aj znehodnocovanie mien v niekoľkých krajinách. Napokon, v niektorých prípadoch silný domáci dopyt, rastúce kapacitné obmedzenia a šoky na strane ponuky poľnohospodárskych plodín vyvolávali tlak na rast miezd a cien.

Faktory, ktoré viedli k značnému zmierneniu inflácie koncom roku 2008, boli spoločné pre väčšinu krajín. Po prvé, po odznení následkov cenových šokov na globálnych komoditných trhoch v roku 2007 a na začiatku roka 2008 a po výraznom poklese cien ropy začali ročné miery inflácie klesať. Po druhé, tlaky na domáci dopyt sa zmiernili súčasne s poklesom hospodárskeho rastu v pôvodne najrýchlejšie rastúcich ekonomikách a neskôr, po zintenzívnení finančnej krízy, aj vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny. Tlak na rast miezd zostal aj napriek tomu pomerne významný v mnohých krajinách, kde reálne mzdy rástli rýchlejšie ako produktivita, čo malo za následok značné zvýšenie jednotkových nákladov práce.

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

(ročná percentuálna zmena)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Bulharsko	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Česká republika	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Dánsko	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estónsko	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Lotyšsko	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litva	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Maďarsko	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Poľsko	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Rumunsko	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovensko	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Švédsko	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Spojené kráľovstvo	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EÚ 9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EÚ 12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Eurozóna	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Zdroj: Eurostat.

1) Agregát EÚ 9 tvorí deväť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré vstúpili do EÚ 1. mája 2004 a 1. januára 2007.

2) Agregát EÚ 12 tvorí dvanásť členských štátov EÚ, ktoré k 31. decembru 2008 nepatrieli do eurozóny.

## FIŠKÁLNA POLITIKA

Rozpočtová situácia v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny bola aj v roku 2008 veľmi rôznorodá. Fiškálny prebytok zaznamenali len v Bulharsku, Dánsku a vo Švédsku. Zvyšné krajiny zaznamenali v niektorých prípadoch vysoké fiškálne deficity (tabuľka 8). Nad úroveň 3 % HDP sa zvýšil deficit v Lotyšsku, Rumunsku a Spojenom kráľovstve, v Litve

bol približne na tejto úrovni. Maďarsko znížilo svoj deficit z 5,0 % HDP v roku 2007 na 3,3 % v roku 2008. V pobaltských štátoch, Rumunsku a Spojenom kráľovstve a v menšej miere i vo Švédsku rozpočtové výsledky za rok 2008 nespĺňali ciele uvedené v aktualizovaných konvergenčných programoch predložených koncom roka 2007 alebo začiatkom roka 2008. V pobaltských štátoch a v Spojenom kráľovstve to bolo

**Tabuľka 8 Fiškálne pozície v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny a v eurozóne**

(v % HDP)						
Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy						
	2005	2006	2007	Aktualizácia konvergenčných programov z roku 2007 2008	Prognóza Európskej komisie z roku 2009 2008	
Bulharsko	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2	
Česká republika	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2	
Dánsko	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1	
Estónsko	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0	
Lotyšsko	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5	
Litva	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9	
Maďarsko	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3	
Poľsko	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5	
Rumunsko	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2	
Slovensko	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2	
Švédsko	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3	
Spojené kráľovstvo	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6	
EÚ 9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6	
EÚ 11 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8	
Eurozóna	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7	

Hrubý dlh verejnej správy						
	2005	2006	2007	Aktualizácia konvergenčných programov z roku 2007 2008	Prognóza Európskej komisie z roku 2009 2008	
Bulharsko	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8	
Česká republika	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9	
Dánsko	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3	
Estónsko	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3	
Lotyšsko	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0	
Litva	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1	
Maďarsko	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9	
Poľsko	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5	
Rumunsko	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2	
Slovensko	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6	
Švédsko	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8	
Spojené kráľovstvo	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1	
EÚ 9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6	
EÚ 11 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4	
Eurozóna	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7	

Zdroj: Údaje Európskej komisie (za roky 2005 až 2008), aktualizácia konvergenčných programov z roku 2007 a predbežná prognóza Európskej komisie z roku 2009 na rok 2008, výpočty ECB.

Poznámky: Údaje sú založené na definíciách ESA 95. Číselné údaje za rok 2008 v konvergenčných programoch sú odhadmi národných vlád a môžu sa odlišovať od konečných výsledkov.

1) Agregát EÚ 9 tvorí deväť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré vstúpili do EÚ 1. mája 2004 a 1. januára 2007.

2) Agregát EÚ 12 tvorí dvanásť členských štátov EÚ, ktoré k 31. decembru 2008 nepatrieli do eurozóny.

častočne výsledkom výrazného zhoršovania makroekonomických podmienok, ktoré malo za následok, že plánovaný ďalší rast výdavkov a tým aj rozpočet na rok 2008 sa stali neudržateľnými. Vo zvyšných krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny (t. j. v Bulharsku, Českej republike, Dánsku, Maďarsku, Poľsku a na Slovensku) boli rozpočtové výsledky v podstate v súlade s cieľmi konvergenčných programov alebo aj lepšie.

V celkovo zhoršujúcom sa hospodárskom a fiškálnom prostredí Slovensko, Švédsko a Spojené kráľovstvo naplánovali alebo koncom roka 2008 implementovali súbory finančných stimulov, zatiaľ čo ostatné členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny oznámili na rok 2009 plány rozpočtovej konsolidácie, ktoré boli v niektorých prípadoch veľmi ambiciózne. V Lotyšsku a Maďarsku, ktoré dostali mimoriadnu finančnú podporu, okrem iného i od EÚ a MMF, sa zaviazali, že na rok 2009 a nasledujúce roky prijmú rozsiahle súbory opatrení rozpočtovej konsolidácie.

Maďarsko a Spojené kráľovstvo podliehali koncom roka 2008 postupom pri nadmernom deficite. Rada ECOFIN prestala v júni uplatňovať postup pri nadmernom deficite voči Českej republike a Slovensku a v júli voči Poľsku. V júni Európska komisia poskytla Rumunsku strategické poradenstvo ohľadom rizika prekročenia hranice deficitu 3 % HDP v prostredí vysokého rastu DPH.

Pomer dlhu verejnej správy zostal v roku 2008 vo väčšine členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny podstatne nižší ako referenčná hodnota 60 % HDP s výnimkou Maďarska, kde zaznamenali pomer dlhu vyšší ako 60 %. Jeho vývoj sa však v jednotlivých krajinách výrazne líšil. Tento pomer sa zvýšil v Dánsku, Estónsku, Lotyšsku, Maďarsku, Poľsku, Rumunsku a Spojenom kráľovstve, zatiaľ čo v ostatných krajinách klesol alebo sa takmer nezmenil. Jeho rast vo väčšine krajín odráža najmä zhoršenie rastu HDP a rozpočtového salda, v Spojenom kráľovstve zvýšenie pomeru dlhu verejnej správy súvisí do určitej miery aj s vplyvom mimoriadnej pomoci poskytnutej finančným inštitúciám. V prípade Dánska zvý-

šenie odzrkadľuje emitovanie dlhopisov nad rámec požiadaviek finančného zabezpečenia.

### VÝVOJ PLATOBNEJ BILANCIE

Spojený bežný a kapitálový účet platobnej bilancie členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny sa aj v roku 2008 medzi jednotlivými krajinami výrazne odlišoval (tabuľka 9). Kým Dánsko a Švédsko vykázali prebytky, všetky ostatné krajiny vykázali deficit. V mnohých krajinách, ktoré vstúpili do EÚ v roku 2004 alebo neskôr, sú tieto deficity bežnou črtou procesu dobiehania v rozsahu, v akom odzrkadľujú priaznivé investičné príležitosti a vyrovňavanie spotreby. Veľmi vysoké deficity bežného a kapitálového účtu niektorých členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny však boli spôsobené aj silným domácim dopytom, priaznivými podmienkami financovania a výrazným rastom objemu úverov. Turbulencie na globálnom finančnom trhu v roku 2008 a ich rozšírenie na reálnu ekonomiku viedli k zmrazeniu alebo zmenšeniu domáceho dopytu, čím prispeli k zníženiu deficitu v niekoľkých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny.

Spomedzi krajín s vysokým deficitom patria Estónsko a Lotyšsko ku krajinám, v ktorých bolo zníženie deficitu bežného a kapitálového účtu platobnej bilancie najvýraznejšie, hoci deficit zaznamenaný v týchto krajinách bol aj na konci roka 2008 veľmi vysoký. V Litve sa deficit značne znížil a v Rumunsku zostal prakticky nezmenený, zatiaľ čo Bulharsko zaznamenalo ďalšie zvýšenie. Deficit vo všetkých uvedených krajinách naďalej presahoval 10 % HDP, pričom v Bulharsku to bolo vyše 20 %.

Pokiaľ ide o krajiny s nižším vonkajším deficitom, v roku 2008 iba Spojené kráľovstvo zaznamenalo zníženie svojho deficitu. V Českej republike a Poľsku sa deficit v podstate nezmenil, zatiaľ čo v Maďarsku a na Slovensku sa mierne zvýšil. Vonkajšia nerovnováha bola vo väčšine krajín spôsobená deficitom zahraničného obchodu, s výnimkou Českej republiky, Maďarska a Slovenska, kde bol najdôležitejším faktorom deficit bilancie výnosov. V porovnaní s rokom 2007 sa čistý prílev priamych investícií v niektorých krajinách v roku 2008

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

(v % HDP)

	Bilancia bežného a kapitálového účtu				Čisté priame investície				Čisté portfóliové investície			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Česká republika	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Dánsko	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estónsko	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Lotyšsko	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litva	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Maďarsko	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Poľsko	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Rumunsko	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovensko	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Švédsko	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Spojené kráľovstvo	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EÚ 9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EÚ 12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Eurozóna	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za rok 2008 sú súčtom za štyri štvrťroky po tretí štvrťrok 2008.

1) Agregát EÚ 9 tvorí deväť členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré vstúpili do EÚ 1. mája 2004 a 1. januára 2007.

2) Agregát EÚ 12 tvorí dvanásť členských štátov EÚ, ktoré k 31. decembru 2008 nepatria do eurozóny.

znižil. V niektorých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny bol deficit základnej bilancie, t. j. súčtu zostatku spojeného bežného a kapitálového účtu a priamych zahraničných investícií, vyšší ako 4 % HDP. Napriek poklesu prílevu čistých portfóliových investícií niektoré ekonomiky zaznamenali výrazné zníženie deficitu základnej bilancie. Toky čistých portfóliových investícií boli v roku 2008 negatívne alebo v podstate neutrálne vo všetkých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny, s výnimkou Spojeného kráľovstva. Čisté toky „ostatných investícií“ boli aj naďalej vo väčšine krajín, ktoré vstúpili do EÚ v roku 2004 alebo neskôr prevažne pozitívne, čo odzrkadľovalo najmä úvery od zahraničných materských bánk svojim dcérskym spoločnostiam v regióne.

### VÝVOJ VÝMENNÝCH KURZOV

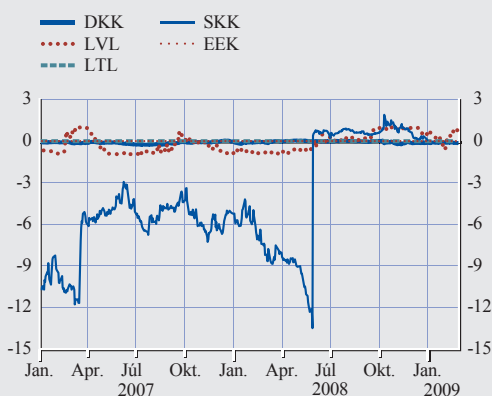
Na vývoj výmenných kurzov v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny mal v roku 2008 výrazný vplyv režim výmenných kurzov jednotlivých krajín. Meny Dánska, Estónska, Lotyšska, Litvy a Slovenska sa zúčastňovali na ERM II. Podliehali štandardnému fluktuálnemu pásmu  $\pm 15\%$  okolo svojich centrálnych parít voči euru, okrem dánskej koruny s užším pásmom  $\pm 2,25\%$  (graf 38). Účasť v ERM II

je v niektorých prípadoch spojená s jednostrannými záväzkami príslušných krajín udržiavať užšie fluktuálne pásmo. Pre ECB z týchto jednostranných záväzkov neplynú žiadne dodatočné povinnosti. Konkrétne sa dohodlo, že estónska koruna a litovský litas môžu vstúpiť do ERM II s ich jestvujúcim režimom menovej rady. Lotyšské orgány sa rozhodli udržiavať výmenný kurz latsa na úrovni jeho centrálnej parity voči euru s fluktuálnym pásmom  $\pm 1\%$ . Dohody o účasti v ERM II pre krajiny, ktorých meny vstúpili do ERM II v roku 2004 alebo neskôr (t. j. všetky vyššie uvedené krajiny okrem Dánska), boli založené aj na viacerých ďalších záväzkoch ohľadne politiky príslušných orgánov. Tieto záväzky sa okrem iného týkali vykonávania zdravej fiškálnej politiky, podporovania umierneného mzdového vývoja v súlade s rastom produktivity, vykonávania obozretnej úverovej politiky a implementácie ďalších štrukturálnych reforiem.

Pred kolapsom banky Lehman Brothers v septembri 2008 spready peňažného trhu boli relatívne stabilné vo väčšine uvedených krajín, napriek určitej volatilitate na lotyšskom trhu. Zatiaľ čo vývoj výmenných kurzov v štvrtom štvrťroku 2008 naďalej odzrkadľoval oficiálne režimy

Graf 38 Vývoj v ERM II

(denné údaje; odchýlka od centrálnej parity v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Kladná (záporná) odchýlka od centrálnej parity voči euru znamená oslabenie (posilnenie) meny. Fluktučné pásmo dánskej koruny je  $\pm 2,25\%$ ; v prípade všetkých ostatných mien sa uplatňuje štandardné fluktučné pásmo  $\pm 15\%$ . V rámci jednostranných záväzkov je fluktučné pásmo lotyšského litu  $\pm 1\%$  a litovský litas a estónska koruna zostávajú v režime menovej rady. Centrálne parity slovenskej koruny bola revalvovaná 16. marca 2007 o  $8,5\%$  a 29. mája 2008 o  $17,6472\%$ .

menovej politiky, zintenzívnenie globálnej finančnej krízy, zhoršovanie výhľadu ďalšieho hospodárskeho rastu, obavy investorov v niektorých krajinách z vonkajšej zraniteľnosti spolu so znížením úverového ratingu pre Lotyšsko a Litvu a rozhodnutiami ratingových agentúr o zaradení Estónska medzi krajiny na posúdenie zníženia ratingu prispelo k rýchlemu a výraznému rozšíreniu spreadov dlhopisových a peňažných trhov voči eurozóne vo všetkých krajinách ERM II s výnimkou Slovenska. V Lotyšsku, kde bolo rozšírenie spreadov peňažného trhu obzvlášť výrazné, a v Dánsku podporili centrálny banky svoje meny devízovými intervenčnými opatreniami a zväčšením spreadov oficiálnych úrokových sadzieb voči eurozóne. Vzhľadom na prudký pokles hospodárskej aktivity a napätie vo finančnom systéme Lotyšsko znárodnilo svoju najväčšiu domácu banku a v decembri 2008 sa pripojilo k spoločnému programu medzinárodnej finančnej podpory v hodnote 7,5 mld. €. Tento program obsahuje opatrenia na stabilizáciu finančného sektora, významné domáce hospodárske reformy, konsolidáciu rozpočtu a výrazne zníženie miezd vo verejnom sektore

a vychádza z udržania režimu výmenného kurzu s terajším úzkym fluktučným pásmom s cieľom dosiahnuť politický cieľ Lotyšska, ktorým je vstup do eurozóny v najskoršom možnom termíne.

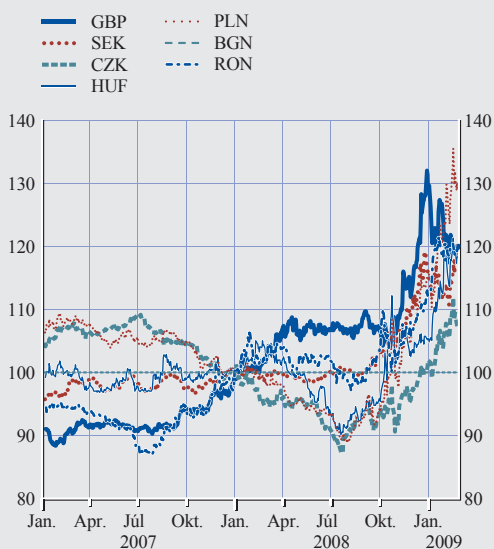
V prípade Slovenska sa zdá, že perspektíva vstupu do eurozóny naopak poslúžila slovenskej korune ako ochranný štít pred negatívnym vplyvom globálnej finančnej krízy. V prvom polroku 2008 sa koruna voči euru značne posilnila. Dňa 29. mája došlo k prehodnoteniu centrálnej parity o  $17,6472\%$  na  $30,1260$  SKK voči euru. Po prijatí rozhodnutia Rady EÚ v júli 2008, v ktorom Rada EÚ povolila Slovensku prijať euro, slovenská koruna ostala blízko novej centrálnej parity, ktorá bola zároveň konverzným kurzom, pri ktorom prešla na euro v čase jeho zavedenia na Slovensku dňa 1. januára 2009.

Ak sa pozrieme na meny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny, ktoré sa nezúčastňovali na ERM II, vývoj v jednotlivých krajinách sa značne líšil (graf 39). Väčšina mien bola v prvom polroku 2008 v podstate stabilná, pričom niektoré z nich, ako napríklad česká koruna, maďarský forint a poľský zlotý sa zhodnotili a zaznamenali najvyššie úrovne voči euru. Od septembra však prehlbovanie finančnej krízy spolu s výrazným globálnym ústupom úverových inštitúcií od dlhového financovania a s vážnymi problémami fungovania medzibankových trhov na celom svete viedlo k rýchlemu a výraznému oslabeniu niekoľkých mien, najmä poľského zlotého, maďarského forintu, rumunského leu a v menšej miere i českej koruny.

Spoločný program medzinárodnej finančnej podpory pre Maďarsko, ktorého cieľom bolo zmiernenie napätia na finančnom trhu, spočiatku (koncom októbra a v novembri 2008) pomohol zmierniť tlak na oslabovanie kurzu forintu i ostatných mien v regióne. Zhoršovanie ekonomického výhľadu, narastanie obáv investorov v niektorých krajinách z vonkajšej zraniteľnosti spolu s októbrovým a novembrovým znížením úverového ratingu pre Bulharsko, Maďarsko a Rumunsko mali za následok ďalšie výrazné oslabenie zlotého, forintu a leu a v menšej miere

**Graf 39 Vývoj mien krajín EÚ, ktoré sa nezúčastňujú na ERM II**

(denné údaje; index: 2. január 2008 = 100)



Zdroj: ECB.

aj koruny. V súlade s režimom menovej rady naviazaným na euro zostal kurz bulharského leva naďalej fixovaný voči euru, a to i napriek zväčšeniu spreadov úrokovej sadzby voči eurozóne. Britská libra sa vo štvrtom štvrtroku 2008 voči euru výrazne oslabilá z dôvodu narastania obáv z recesie v Spojenom kráľovstve a zmenšovania rozdielov úrokových sadzieb voči eurozóne. V prvých dvoch mesiacoch roku 2009 sa libra o niečo zhodnotila voči euru v prostredí vysokej volatility. Švédska koruna sa v priebehu roka 2008 voči euru značne znehodnotila.

### FINANČNÝ VÝVOJ

Vývoj výnosov z dlhodobých štátnych dlhopisov bol v období od januára do decembra 2008 v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny (okrem Estónska, za ktoré nie sú k dispozícii žiadne porovnateľné dlhodobé úrokové miery) významne ovplyvnený finančnou krízou. Zmeny portfólií, spôsobené všeobecným zvýšením neochoty investorov podstupovať riziko, boli dôležitým faktorom ovplyvňujúcim v prvej polovici roka 2008 vývoj na trhoch s dlhopismi v týchto krajinách. Vývoj výnosov štátnych dlhopisov vo väčšine krajín EÚ

nepatriacich do eurozóny bol podobný vývoju v eurozóne, kde boli výnosy relatívne stabilné. Potom nasledovalo obdobie väčšej divergencie medzi krajinami EÚ nepatriacimi do eurozóny, kde niektoré krajiny vykazovali pokles výnosov rovnako ako v eurozóne, a iné zaznamenali ich prudký nárast. V decembri 2008 boli dlhodobé úrokové miery v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny v priemere o 85 bázických bodov vyššie ako na začiatku roku 2008, v porovnaní s poklesom o 34 bázických bodov v eurozóne. K najväčšiemu nárastu výnosov došlo v Litve a Lotyšsku (o 430 a 330 bázických bodov), čo odrážalo najmä rastúce problémy vlád týchto krajín s plnením ich požiadaviek na financovanie vzhľadom na prudké zhoršovanie hospodárskeho rastu.

Od januára do decembra 2008 sa spready výnosov z vládných dlhopisov v členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny voči eurozóne v priemere zväčšili. V Litve a Lotyšsku dosiahli historické maximá a v decembri sa pohybovali na úrovni okolo 500 bázických bodov.

Rovnako ako na trhoch s dlhopismi, vysoká neistota, negatívne nálady ohľadom budúceho hospodárskeho vývoja a správy o pokračujúcich stratách vo finančnom sektore v roku 2008 negatívne ovplyvnili aj burzové indexy vo všetkých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny. Akciové trhy sa vo všeobecnosti vyznačovali vysokou volatilitou a značným poklesom – v priemere o 50 % od decembra 2007 do decembra 2008. Ceny akcií poklesli najviac v Bulharsku a Rumunsku, kde klesli o viac ako 70 % najmä v dôsledku vyššieho rizika, ktoré investori spájali s kapitálovými trhmi týchto krajín.

### MENOVÁ POLITIKA

Primárnym cieľom menovej politiky všetkých členských štátoch EÚ nepatriacich do eurozóny je cenová stabilita. Stratégie menovej politiky sa však medzi jednotlivými krajinami značne líšia (tabuľka 10).

V roku 2008 zostali menové politiky a režimy výmenných kurzov väčšiny členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny v podstate nezme-

**Tabuľka 10** Oficiálne stratégie menových politík členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny

	Stratégia menovej politiky	Mena	Charakteristika
Bulharsko	Kurzový cieľ	Bulharský lev	Kurzový cieľ: naviazanie na euro v kurze 1,95583 BGN/1 EUR v rámci v režime menovej rady.
Česká republika	Inflačný cieľ	Česká koruna	Inflačný cieľ: 3 % ± 1 percentuálny bod do konca roku 2009, potom 2 % ± 1 percentuálny bod. Riadený pohyblivý výmenný kurz.
Dánsko	Kurzový cieľ	Dánska koruna	Účasť v ERM II s flukтуаčným pásmom ± 2,25 % okolo centrálnej parity 7,46038 DKK/1 EUR.
Estónsko	Kurzový cieľ	Estónska koruna	Účasť v ERM II s flukтуаčným pásmom ± 15 % okolo centrálnej parity 15,6466 EEK/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Estónsko naďalej v režime menovej rady.
Lotyšsko	Kurzový cieľ	Lotyšský lats	Účasť v ERM II s flukтуаčným pásmom ± 15 % okolo centrálnej parity 0,702804 LVL/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Lotyšsko vo flukтуаčnom pásme ± 1 %.
Litva	Kurzový cieľ	Litovský litas	Účasť v ERM II s flukтуаčným pásmom ± 15 % okolo centrálnej parity 3,45280 LTL/1 EUR. V rámci jednostranného záväzku zostáva Litva naďalej v režime menovej rady.
Maďarsko	Inflačný cieľ	Maďarský forint	Inflačný cieľ 3 % ± 1 percentuálny bod (strednodobý cieľ od roku 2007). Neriadený pohyblivý výmenný kurz.
Poľsko	Inflačný cieľ	Poľský zlotý	Inflačný cieľ 2,5 % ± 1 percentuálny bod (12-mesačné zvýšenie CPI). Neriadený pohyblivý výmenný kurz.
Rumunsko	Inflačný cieľ	Rumunský lei	Inflačný cieľ: 3,8 % a 3,5 % ± 1 percentuálny bod ku koncu roka 2008 a 2009. Riadený pohyblivý výmenný kurz.
Slovensko	Inflačné ciele v podmienkach ERM II	Slovenská koruna	Zúčastňovala sa na ERM II s flukтуаčným pásmom ± 15 % okolo centrálnej parity 35,4424 SKK/1 EUR a od 29. mája 2008 okolo centrálnej parity 30,1260 SKK/1 EUR. Inflačný cieľ bol stanovený pod 2 % ku koncu roka 2008. 1. januára 2009 Slovensko prijalo euro.
Švédsko	Inflačný cieľ	Švédska koruna	Inflačný cieľ: 2-percentné zvýšenie CPI v tolerančnom pásme ± 1 percentuálny bod. Neriadený pohyblivý výmenný kurz.
Spojené kráľovstvo	Inflačný cieľ	Anglická libra	Inflačný cieľ: 2 % ( zvýšenie CPI za obdobie 12 mesiacov). <sup>1)</sup> V prípade odchýlky o viac ako 1 percentuálny bod sa očakáva, že Výbor pre menovú politiku sa otvoreným listom obráti na ministra financií. Neriadený pohyblivý výmenný kurz.

Zdroj: ESCB.

1) CPI je identický s HICP.

nené. Vo februári však Maďarsko nahradilo kurzové pásmo voči euru neriadeným pohyblivým výmenným kurzom a uvoľnilo tým existujúci režim inflačného ciele. V niektorých ostatných krajinách sa uskutočnili určité vylepšenia rámcov menovej politiky s ohľadom na ich budúcu menovú integráciu do eurozóny.

Zintenzívňovanie napätia na globálnych finančných trhoch v jeseni 2008 prinieslo niekoľko výziev pre menovú politiku krajín EÚ nepatriacich do eurozóny; pričom viaceré krajiny zaznamenali obmedzenia ponuky likvidity na medzibankových trhoch, ako aj napätie na svojich

devízových trhoch. Reakcie NCB na tieto výzvy sa líšili v závislosti od hospodárskych podmienok a existujúceho rámca menových politík.

Pokiaľ ide o rozhodnutia menovej politiky prijaté v roku 2008, väčšina centrálnych bánk zúčastnených v ERM II prijala opatrenia menovej politiky, ktoré často odzrkadľovali pohyb sadzieb ECB. V júli ECB zvýšila minimálnu akceptovateľnú úrokovú sadzbu hlavných refinančných operácií Eurosystemu o 25 bázických bodov, v poslednom štvrtroku potom svoju hlavnú sadzbu menovej politiky v troch krokoch znížila celkovo o 175 bázických bodov.

Vzhľadom na režimy menovej rady nemajú Българска народна банка (Bulharská národná banka), Lietuvos Bankas a Eesti Pank vlastné oficiálne sadzby menovej politiky; automaticky sa prispôsobujú sadzbám stanoveným ECB. Okrem toho, v dôsledku poklesu dôvery medzi domácimi bankami a v dôsledku tlakov na likviditu na medzibankových trhoch Българска народна банка (Bulharská národná banka) a Lietuvos Bankas znížili svoje požiadavky na tvorbu povinných minimálnych rezerv, aby zmiernili nedostatok likvidity.

Ak sa pozrieme na krajiny, ktoré sú zapojené do ERM II a nemajú režim menovej rady, Latvijās Banka, ktorá udržiava fluktuálne pásmo  $\pm 1$  % okolo svojej centrálnej parity ako jednostranný záväzok, ponechala svoje hlavné úrokové sadzby počas celého roku na úrovni 6 %. Zvýšila však úrokovú sadzbu svojich jednodňových sterilizačných operácií o 100 bázických bodov na 3 % a používala rozdielne sadzby svojich jednodňových refinančných operácií v závislosti od počtu dní, počas ktorých sa refinančná operácia využila v rámci predchádzajúceho tridsaťdňového obdobia. Latvijās Banka znížila aj pomer povinných minimálnych rezerv pri záväzkoch bánk s dobou splatnosti nad dva roky v piatich krokoch celkovo o 500 bázických bodov na 3 % a pri ostatných záväzkoch celkovo o 300 bázických bodov na 5 % s cieľom zmierniť nedostatok likvidity v bankovom sektore. V decembri uzatvorila swapovú dohodu so Sveriges Riksbank a Danmarks Nationalbank, ktorá jej umožnila požičať si do 500 mil. € na krátkodobé financovanie udržania makroekonomickej a finančnej stability.

Danmarks Nationalbank zvýšila od mája do októbra 2008 svoju hlavnú úrokovú sadzbu menovej politiky v štyroch krokoch celkovo o 125 bázických bodov. Zatiaľ čo jedno rozhodnutie (v júli) nasledovalo po zvýšení sadzby ECB o 25 bázických bodov, ďalšie opatrenia boli prijaté v čase, keď úrokové sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystemu ostali nezmenené, resp. dokonca došlo k ich poklesu. Ich cieľom bolo zväčšenie spreadu sadzieb menovej politiky voči eurozóne. Zvýšenie úrokových sadzieb

zo strany Danmarks Nationalbank malo za cieľ podporiť slabnúcu korunu v obdobiach napätia na devízových trhoch. Danmarks Nationalbank a ECB v októbri oznámili otvorenie swapovej linky na 12 mld. € na zlepšenie stavu likvidity na peňažných trhoch s krátkodobými nástrojmi denominovanými v eurách. Stalo sa tak po uzatvorení podobnej dohody medzi Danmarks Nationalbank a Federálnym rezervným systémom USA v septembri. Po určitom uvoľnení napätia na dánskych finančných trhoch Danmarks Nationalbank nasledovala kroky, ktoré ECB uskutočnila v novembri a decembri a v dvoch krokoch znížila hlavné úrokové sadzby svojej menovej politiky celkovo o 125 bázických bodoch.

Vzhľadom na blížiac sa prijatie eura na Slovensku Národná banka Slovenska od októbra 2008 nasledovala rozhodnutia menovej politiky ECB a znížila svoju repo sadzbu v troch krokoch celkovo o 175 bázických bodov na 2,5 %. Zúžila aj koridor jednodňových sadzieb okolo repo sadzby na 100 bázických bodov.

Väčšina NCB so stanovenými inflačnými cieľmi, ktoré sa nezúčastňovali na ERM II, sprísnila na začiatku roka 2008 nastavenie svojich menových politík s cieľom zmierniť inflačné tlaky spôsobované najmä zvyšovaním cien potravín a energií a v niektorých krajinách aj výrazným rastom miezd. V prvých troch štvrtrokoch 2008 Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank a Narodowy Bank Polski zvýšili základné úrokové sadzby svojich menových politík, každá celkovo o 100 bázických bodov, zatiaľ čo Banca Nazionale a României zvýšila svoju kľúčovú úrokovú sadzbu v šiestich krokoch o 275 bázických bodov. Česká národná banka zvýšila hlavnú úrokovú sadzbu svojej menovej politiky len raz, o 25 bázických bodov vo februári, v auguste ju však vrátila na pôvodnú úroveň. Bank of England začala znižovať úrokové sadzby svojej menovej politiky už v decembri 2007 a v tomto trende pokračovala aj počas prvých troch štvrtrokoch 2008.

Keď sa v dôsledku poklesu cien komodít, zhoršovania ekonomického výhľadu a globálnej finančnej krízy zmiernovali inflačné tlaky, väč-



šina NCB so stanovenými inflačnými cieľmi znížila v štvrtom štvrťroku 2008 úrokové sadzby svojich menových politík. Dňa 8. októbra Bank of England a Sveriges Riksbank znížili úrokové sadzby o 50 bázických bodov súčasne s ECB a ostatnými centrálnymi bankami krajín, ktoré nie sú členskými štátmi EÚ. Dňa 22. októbra však Magyar Nemzeti Bank zvýšila kľúčovú úrokovú sadzbu menovej politiky o 300 bázických bodov, ako reakciu na vývoj na finančných trhoch. Bank of England a Sveriges Riksbank v štvrtom štvrťroku naopak pokračovali v znižovaní úrokových sadzieb v niekoľkých krokoch o celkovo 300 bázických bodov, resp. o 275 bázických bodov. V novembri a decembri niekoľkokrát znížili svoje úrokové sadzby menovej politiky aj centrálné banky Českej republiky, Poľska a Maďarska, celkovo o 125, resp. o 100 a 150 bázických bodov.





Bývalý prezident ECB Willem F. Duisenberg s manželkou Grettou a spolkový kancelár Helmut Kohl pred slávnostným ceremoniálom pri príležitosti začatia činnosti ECB dňa 30. júna 1998

**KAPITOLA 2**

**OPERÁCIE  
A ČINNOSTI  
CENTRÁLNEJ BANKY**

# I OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY

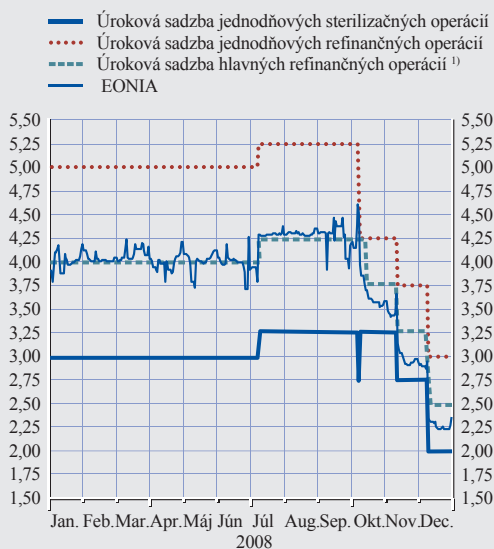
## I.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Operácie menovej politiky Eurosystému pozostávajú z operácií na voľnom trhu, ktorými sú na jednej strane hlavné refinančné operácie (HRO), dlhodobšie refinančné operácie (DRO) a dolaďovacie operácie, a na druhej strane automatické operácie. V operačnom rámci implementácie menovej politiky, ktorý je založený na systéme povinných minimálnych rezerv, sa tieto nástroje používajú na riadenie stavu likvidity na medzibankovom peňažnom trhu so zámerom udržiavať veľmi krátke úrokové miery blízko úrovne kľúčových sadzieb menovej politiky ECB.

Vo vzťahu ku kľúčovým úrokovým sadzbám ECB prijala Rada guvernérov v roku 2008 spolu štyri rozhodnutia. Dňa 3. júla sa Rada guvernérov rozhodla zvýšiť kľúčovú úrokovú sadzbu ECB o 25 bázických bodov na 4,25 %. V dňoch 8. októbra sa rozhodla znížiť kľúčovú úrokovú sadzbu ECB na 3,75 %, 6. novembra na 3,25 % a 4. decembra na 2,50 %. Rada guvernérov sa okrem toho 8. októbra rozhodla zúžiť od 9. októbra koridor okolo úrokových sadzieb HRO, ktorý tvoria úrokové sadzby automatických operácií, z 200 na 100 bázických bodov. Úroková sadzba jednodňových refinančných operácií bola preto stanovená na úrovni 50 bázických bodov nad úrokovou sadzbou HRO a úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií na úrovni 50 bázických bodov pod úrokovou sadzbou HRO. Rada guvernérov sa dňa 18. decembra rozhodla s účinnosťou od 21. januára 2009 obnoviť šírku koridoru na úroveň spred októbra.

Implementácia menovej politiky počas roka 2008 bola výsledkom úsilia Eurosystému riešiť napätú situáciu na peňažných trhoch súvisiacu s finančnými turbulenciami. V rámci prvej vlny opatrení, v období do septembra, Eurosystém na začiatku udržiavacej periódy zabezpečil predzásobenie likviditou, čo bankám umožnilo, aby si v priebehu udržiavacej periódy splnili povinné minimálne rezervy o niečo skôr; neskôr Eurosystém stav likvidity zredukoval a ponechal celkovú peňažnú zásobu nezmenenú v priebehu celej udržiava-

Graf 40 Hlavné úrokové sadzby ECB a EONIA



Zdroj: ECB.

1) Do 14. októbra 2008 minimálna akceptovateľná sadzba; od 15. októbra 2008 pevná úroková sadzba.

tej periódy. Zároveň sa predĺžila priemerná splatnosť operácií na voľnom trhu zvýšením podielu likvidity dodanej prostredníctvom dlhodobších operácií.

V októbri 2008, po značnom zhoršení situácie na finančnom trhu, ku ktorému došlo po krachu banky Lehman Brothers, začala ECB s druhou vlnou opatrení. Tieto opatrenia zahŕňali prechod na výkon operácií na voľnom trhu vo forme tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a s pridelením celého objemu, zúženie úrokového koridoru automatických operácií z 200 na 100 bázických bodov a rozšírenie zoznamu akceptovateľných aktív, ktoré sa môžu používať pri úverových operáciách Eurosystému ako kolaterál.

Cieľom všetkých týchto opatrení bolo zabezpečiť solventným bankám nepretržitý prístup k likvidite, a tým prispieť k zlepšeniu narušeného fungovania peňažného trhu, a súčasne riadiť krátkodobé úrokové miery (podrobnejšie informácie sú v boxe 10).

## OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY V NEDÁVNOM OBDOBÍ VOLATILITY NA FINANČNÝCH TRHOCH

Turbulencie na finančných trhoch ovplyvňovali počas roka 2008 výkon operácií menovej politiky. Tento box opisuje operácie menovej politiky ECB v súvislosti s týmito turbulenciami. Zameriava sa na opatrenia riadenia likvidity – tak na eurové operácie, ako aj na operácie v cudzích menách – a opisuje spôsob, akým kolaterálový rámec podporoval výkon menovej politiky v tomto období.

V roku 2008 je možné identifikovať dve fázy riadenia likvidity. Prvou bolo obdobie od januára do septembra, keď ECB v podstate uplatňovala opatrenia prijaté v druhom polroku 2007. Druhá fáza sa začala po septembrovom bankrote Lehman Brothers, ktorý zvýšil napätie na peňažnom trhu a viedol k vlne nových opatrení na riadenie likvidity.

### Riadenie likvidity od januára do septembra 2008

Opatrenia ECB zamerané na znižovanie napätia na peňažnom trhu v období od januára do septembra 2008 môžeme rozdeliť do troch skupín:

#### 1. Včasnejšie poskytovanie likvidity v rámci udržiavacej periódy

Počas tohto obdobia ECB zvyšovala ponuku likvidity na začiatku udržiavacej periódy a znižovala ju pred jej koncom. Takéto „predzásobenie“ likviditou umožnilo zmluvným stranám splniť požiadavku povinných minimálnych rezerv v udržiavacej perióde o niečo skôr, no zároveň nemalo dopad na priemernú ponuku likvidity počas celej udržiavacej periódy. Úverovým inštitúciám v prostredí vysokej neistoty a klesajúcich tržieb (najmä v dlhodobejšom segmente peňažného trhu) vyhovovalo, že si mohli požiadavku povinných minimálnych rezerv splniť skôr. V niektorých prípadoch ECB uskutočnila doladovacie operácie aj v dňoch udržiavacej periódy, aby sa krátkodobé úrokové miery udržali približne na úrovni sadzby menovej politiky.

#### 2. Doplnujúce dlhodobější refinančné operácie

Objem refinancovania poskytnutého prostredníctvom dlhodobějších operácií, ktorý sa v januári 2008 v porovnaní s júlom 2007, teda obdobím pred začiatkom turbulencií na finančných trhoch zvýšil z 30 % na približne 60 %, sa v sledovanom období takmer nezmenil. Dňa 7. februára 2008 Rada guvernérov rozhodla<sup>1</sup> o obnovení dvoch dodatočných trojmesačných operácií, ktoré sa zaviedli v roku 2007 v rámci podpory normalizácie peňažného trhu (pôvodne v objeme 60 mld. € a neskôr v zníženom objeme 50 mld. €). Zavedením doplnujúcich dlhodobějších refinančných operácií so splatnosťou tri, resp. šesť mesiacov sa zároveň predĺžila priemerná splatnosť nesplateného refinancovania. Rada guvernérov 28. marca 2008 rozhodla o vytvorení dodatočných trojmesačných operácií v objeme 50 mld. €, ako aj ďalších šesťmesačných operácií. Prvé šesťmesačné operácie boli uzavreté 3. apríla a 10. júla, každá vo výške 25 mld. €. Počas roka 2008 boli tieto operácie po ich splatnosti zakaždým obnovené.

<sup>1</sup> Zoznam všetkých vyhlásení vydaných ECB je uverejnený na <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

### **3. Operácie s využitím aukčných termínovaných obchodov (Term Auction Facility) v amerických dolároch**

V reakcii na deformácie na európskych trhoch obchodujúcich v amerických dolároch, vyvolané turbulenciami na finančných trhoch, ECB v roku 2007 uzavrela s Federálnym rezervným systémom recipročnú menovú dohodu (swapovú linku). S využitím dolárových aukčných termínovaných obchodov Federálneho rezervného systému a v úzkej spolupráci s ďalšími centrálnymi bankami Eurosystem poskytol prostredníctvom tejto swapovej linky dolárovú likviditu svojim zmluvným stranám výmenou za kolaterál akceptovateľný na úverové operácie Eurosystemu.

Eurosystem poskytol dolárovú likviditu prvýkrát v decembri 2007 v dvoch operáciách, ktoré boli v januári 2008 obnovené. Po poklese dopytu po amerických dolároch v dôsledku týchto operácií Eurosystem vo februári dočasne pozastavil operácie v amerických dolároch. Nedostatok likvidity na úverových trhoch sa vo februári a na začiatku marca opäť prehĺbil a vyžiadal si spoločný postup niekoľkých centrálnych bánk. V rámci tohto postupu Rada guvernérov 11. marca rozhodla o opätovnom poskytovaní likvidity v amerických dolároch svojim zmluvným stranám.

Dolárová likvidita bola poskytovaná každé dva týždne so splatnosťou 28 dní, pričom každá aukcia bola vo výške 15 mld. USD. Z dôvodu pretrvávajúcich problémov na niektorých úverových trhoch, sprevádzaných vysokými sadzbami z vkladov v rôznych menách dlhších ako jeden deň (napríklad jeden týždeň), nezvyčajne vysokými sadzbami amerického dolára implikovanými sadzbami z devízových swapov a vysokým dopytom po dolárových operáciách Eurosystemu, sa 2. mája zvýšil objem každej dvojtýždňovej aukcie na 25 mld. USD.

S cieľom lepšie uspokojiť požiadavky bánk na dolárovú likviditu sa existujúce dolárové refinančné operácie Eurosystemu 30. júla opäť rozšírili. ECB v spolupráci s Federálnym rezervným systémom ohlásila zavedenie 84-dňovej termínovanej aukcie, ktorá dopĺňala už existujúcu 28-dňovú dolárovú operáciu. Celkový objem zostal nezmenený na úrovni 50 mld. USD.

#### **Riadenie likvidity od októbra do decembra 2008**

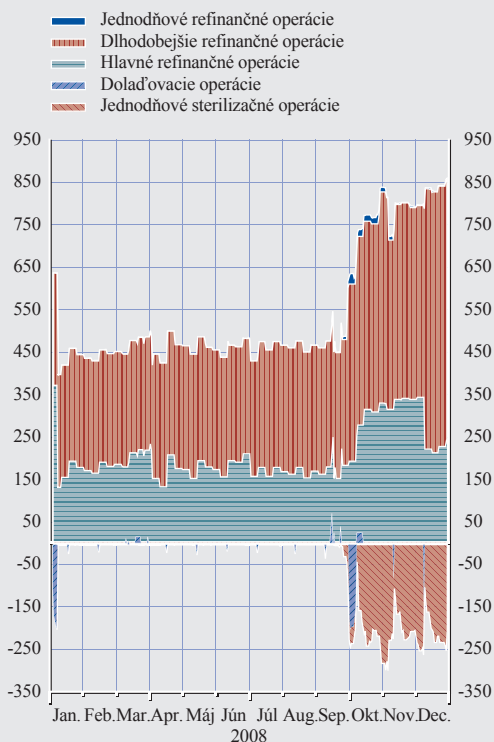
Po náraste napätia vo všetkých segmentoch peňažného trhu v polovici septembra 2008 ECB prijala päť dodatočných opatrení na riadenie likvidity.

##### **1. Tendre s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia**

Zvýšený tlak na finančných trhoch v druhej polovici septembra a na začiatku októbra 2008 viedol k dodatočným deformáciám peňažného trhu, čo úverovým inštitúciám výrazne sťažilo prístup k prostriedkom. V reakcii na tento vývoj Rada guvernérov 8. októbra rozhodla, že od 15. októbra minimálne do uplynutia udržiavacej periódy povinných minimálnych rezerv končiacej sa 20. januára 2009 sa budú všetky hlavné refinančné operácie uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia. Toto opatrenie malo dať účastníkom trhu signál o ochote ECB poskytnúť požadované množstvo likvidity a predísť tak likviditnej kríze. Prijaté opatrenie viedlo k významnému zvýšeniu celkového objemu zostatkov operácií na voľnom trhu denominovaných v eurách, nakoľko ponuku likvidity v danej situácii určoval súhrnný požadovaný objem zmluvných strán (graf A). Politika prideľovania plného objemu sa de facto začala uplatňovať 9. októbra, keď boli v doladovacej refinančnej operácii uspokojené všetky požiadavky.

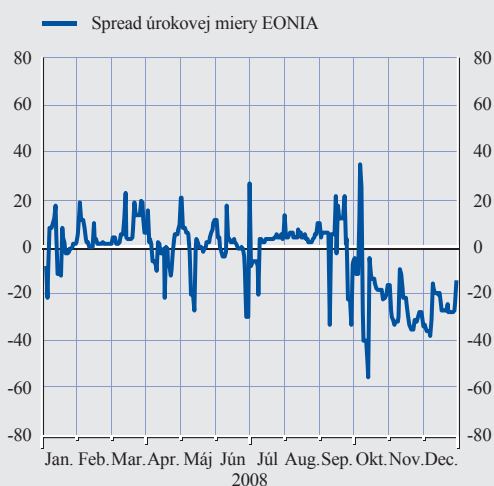
### Graf A Poskytovanie likvidity prostredníctvom operácií na voľnom trhu a automatických operácií

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

### Graf B Spread medzi úrokovou mierou EONIA a sadzbou hlavných refinančných operácií



Zdroj: ECB.

Dňa 15. októbra Rada guvernérov okrem toho rozhodla, že prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia sa budú uskutočňovať aj dlhodobejšie refinančné operácie (vrátane doplňujúcich DRO), a to s platnosťou od 30. októbra minimálne do konca prvého štvrťroka 2009.

Vyhlasenie o zjednodušení podmienok poskytovania likvidity významne znížilo napätie na peňažnom trhu a okamžite viedlo k všeobecnému poklesu úrokovej miery EONIA (graf B). Od polovice októbra do konca roka 2008 sa úroková miera EONIA udržiavala pod úrovňou sadzby hlavných refinančných operácií. Úroková miera EONIA klesala aj v rámci každej udržiavacej periódy, v dôsledku postupného splňania povinnosti minimálnych rezerv zmluvnými stranami a rastúceho záujmu o sterilizačné operácie.

### 2. Redukcia koridoru sadzieb automatických operácií

Dňa 8. októbra Rada guvernérov rozhodla o zúžení koridoru sadzieb dvoch automatických operácií (jednodňovej refinančnej operácie a jednodňovej sterilizačnej operácie) z 200 na 100 bázických bodov. Sadzba jednodňových refinančných operácií bola stanovená na 50 bázických bodov nad úrovňou úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie a sadzba jednodňových sterilizačných operácií bola stanovená na 50 bázických bodov pod úrovňou úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie. Zúženie koridoru malo za cieľ zjednodušiť bankám riadenie likvidity poskytnutím výhodnejších podmienok pre bankový sektor. Toto opatrenie vstúpilo do platnosti 9. októbra a zaniklo 20. januára 2009, keď sa koridor opätovne rozšíril na 200 bázických bodov.

### 3. Doplňujúce dlhodobejšie refinančné operácie

Rozhodnutím Rady guvernérov z 15. októbra boli dlhodobejšie refinančné operácie obohatené o nové operácie. Počas každej udržia-



vacej periódy sa tak uskutočňovali štyri dlhodobjšie refinančné operácie: jedna operácia trvala počas celej udržiavacej periódy (refinančná operácia so špeciálnou dĺžkou trvania), dve operácie mali splatnosť tri mesiace a jedna mala splatnosť šesť mesiacov. Do konca roka 2008 tak podiel hlavných refinančných operácií na celkovom objeme refinancovania klesol na úroveň okolo 28 %, zatiaľ čo podiel dlhodobjších refinančných operácií (DRO), doplnujúcich DRO a refinančných operácií so špeciálnou dĺžkou trvania predstavoval približne 72 % (graf A).

#### **4. Dodatočné refinančné operácie v amerických dolároch a švajčiarskych frankoch**

##### *Refinančné operácie Eurosystemu v amerických dolároch*

Problémy na dolárových peňažných trhoch sa od polovice septembra 2008 prehĺbili. Úrokové miery z vkladov v amerických dolároch počas ázijských, európskych a skorých amerických obchodných hodín boli veľmi vysoké a miestami dosahovali až 10 %. Úroveň likvidity na trhu devízových swapov bola tiež nezvyčajne nízka v dôsledku zvýšeného napätia a segmentácie trhu, kvôli čomu sa extrémne sťažil prístup inštitúcií mimo Spojených štátov k dolárovému financovaniu. Eurosystem preto svojim zmluvným stranám rozšíril možnosť čerpať dolárovú likviditu pridaním operácií so 7-dňovou a neskôr i jednodňovou splatnosťou, ktoré doplnili existujúce operácie s 28-dňovou a 84-dňovou splatnosťou. V dvoch krokoch sa zároveň zvýšil aj objem operácií v amerických dolároch ponúkaných zmluvným stranám Eurosystemu, pričom zakaždým sa zvýšila aj swapová linka s Federálnym rezervným systémom. Na začiatku októbra bola maximálna výška jednodňových dolárových refinančných operácií 50 mld. USD, v prípade operácií s 28-dňovou splatnosťou to bolo 40 mld. USD a maximálna výška operácií s 84-dňovou splatnosťou bola 20 mld. USD.

V dôsledku vysokej miery neistoty prevládajúcej v bankovom systéme sa ECB a Federálny rezervný systém dňa 15. októbra zaviazali uspokojiť všetky požiadavky v operáciách so 7-dňovou, 28-dňovou a 84-dňovou splatnosťou pri pevnej sadzbe. Jednodňové refinančné operácie v amerických dolároch boli pozastavené.

Aby sa predišlo možnému problému s nedostatočným množstvom akceptovateľného kolaterálu v dôsledku refinančných operácií v eurách a amerických dolároch s plným objemom pridelenia, ECB dňa 15. októbra 2008 oznámila, že Eurosystem bude uskutočňovať refinančné operácie v amerických dolároch aj vo forme devízových swapov EUR/USD. Operácie devízových swapov uskutočňované súběžne s existujúcimi kolateralizovanými operáciami spätného odkúpenia v amerických dolároch boli tiež financované prostredníctvom swapových dohôd s Federálnym rezervným systémom, ktoré boli predĺžené do 30. apríla 2009.

Operácie spätného odkúpenia Eurosystemu v amerických dolároch naďalej zaznamenávali relatívne veľký dopyt, vysoké objemy ponúk a veľký počet záujemcov, zatiaľ čo účasť v devízových swapových operáciách v amerických dolároch bola vo všeobecnosti nízka, tak do objemu požiadaviek, ako aj do počtu účastníkov.

##### *Refinančné operácie Eurosystemu v švajčiarskych frankoch*

Zvýšené napätie na medzinárodných peňažných trhoch zaznamenávané v októbri 2008 vyvolalo tlak na rast krátkodobých úrokových sadzieb peňažného trhu obchodujúceho v švajčiarskych frankoch. Zároveň sa najmä v eurozóne zvýšila potreba financovania vo švajčiarskych frankoch zo strany bánk, ktoré nemali priamy prístup k operáciám centrálnej

banky Švajčiarska. Dňa 15. októbra preto centrálna banka Švajčiarska spolu s ECB predstavila opatrenia na zvýšenie likvidity na krátkodobých peňažných trhoch obchodujúcich v švajčiarskych frankoch, v rámci ktorých Eurosystem ponúkol svojim zmluvným stranám financovanie v švajčiarskych frankoch prostredníctvom swapovej linky s centrálnou bankou Švajčiarska.

Eurosystem poskytoval likviditu v švajčiarskych frankoch prostredníctvom devízových swapov EUR/CHF pri pevne stanovenej sadzbe. Maximálny objem pridelenia určovala ECB v spolupráci s centrálnou bankou Švajčiarska. Swapy mali spočiatku sedemdnňovú splatnosť, no neskôr ich doplnili swapy s trojmesačnou splatnosťou, ktorých cieľom bolo znížiť napätie v tomto segmente peňažného trhu v švajčiarskych frankoch.

Maximálny objem tendrov bol stanovený na 20 mld. € v prípade 7-dňových operácií a 5 mld. € v prípade operácií so splatnosťou 84 dní. Záujem o devízové swapy EUR/CHF bol relatívne mierny, pričom požadované objemy nikdy nedosiahli maximálny stanovený objem operácií. Pomer prijatých požiadaviek k maximálnemu objemu dosahoval stabilne okolo 0,6 v prípade sedemdnňových swapov a v prípade 84-dňových operácií 0,1.

#### *Poskytnutie eurovej likvidity niektorým centrálnym bankám EÚ zo strany ECB*

V októbri a novembri 2008 ECB podpísala s niekoľkými centrálnymi bankami členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny dohodu o poskytnutí eurovej likvidity. Cieľom ECB pri uzatváraní týchto dohôd bolo podporiť rôzne opatrenia prijímané týmito centrálnymi bankami zamerané na zvyšovanie eurovej likvidity na príslušných domácich finančných trhoch.

Podpora zo strany ECB mala formu dohôd o spätnom odkúpení vo výške do 5 mld. € s Magyar Nemzeti Bank a vo výške do 10 mld. € s Narodowy Bank Polski. ECB a Danmarks Nationalbank uzatvorili recipročnú menovú swapovú dohodu vo výške 12 mld. €.

## **5. Rozšírený zoznam kolaterálu**

Rada guvernérov dňa 15. októbra rozhodla o dočasnom rozšírení zoznamu akceptovateľného kolaterálu do konca roka 2009. Počas väčšiny roka 2008 sa nevyskytol problém s nízkou dostupnosťou kolaterálu, najmä vďaka rozsahu kolaterálového rámca Eurosystemu. V súvislosti s rozšírením eurovej a dolárovej likvidity s rôznou dobou splatnosti a využívaním tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia, kolaterálový rámec bol dočasne rozšírený nasledovne:

- Od 22. októbra 2008 bol znížený limit úverovej bonity pre obchodovateľné a neobchodovateľné aktíva z „A-“ na „BBB-“, okrem cenných papierov krytých aktívami, pre ktoré naďalej platí minimálny limit úverovej bonity na úrovni „A-“. Od 22. októbra 2008 Eurosystem navyše prijímal aj dlhové nástroje emitované úverovými inštitúciami vrátane depozitných certifikátov, ktoré nie sú vedené na regulovanom trhu, ale obchoduje sa s nimi na niektorých neregulovaných trhoch akceptovateľných ECB. Podriadené obchodovateľné dlhové nástroje, na ktoré sa vzťahuje primeraná záruka a ktoré spĺňajú všetky ostatné kritériá akceptovateľnosti, môžu byť tiež použité ako kolaterál.

- Od 14. novembra Eurosystem začal prijímať aj obchodovateľné dlhové nástroje vydané v eurozóne a denominované v amerických dolároch, britských librách alebo japonských jenoch za predpokladu, že emitent má sídlo v Európskom hospodárskom priestore.

V rámci plnenia štatutárnej povinnosti o ochrane súvahy Eurosystemu pred finančnými rizikami sa na rozšírený rámec akceptovateľného kolaterálu vzťahujú opatrenia na kontrolu rizika. Rozšírenie kritérií akceptovateľnosti je spojené s pozorným sledovaním, ako sa tento rámec využíva.

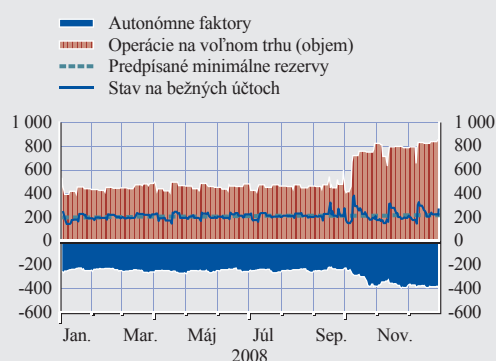
### POTREBA LIKVIDITY BANKOVÉHO SYSTÉMU

Pri dodávaní likvidity prostredníctvom operácií na voľnom trhu Eurosystem zohľadňuje denné hodnotenie potrieb likvidity agregovaného bankového systému eurozóny. Tieto potreby likvidity sa určujú ako súčet povinných minimálnych rezerv, prostriedkov prevyšujúcich predpísané rezervy uložených na bežných účtoch týchto inštitúcií v Eurosysteme (nadbytočné rezervy) a autonómnych faktorov. Autonómne faktory sú tvorené položkami bilancie Eurosystemu, ktoré ovplyvňujú výšku prostriedkov na bežných účtoch úverových inštitúcií, ale ktorých sa riadenie likvidity Eurosystemom priamo nedotýka (napríklad bankovky v obehu a vklady verejnej správy).

V roku 2008 dosahovala priemerná denná potreba likvidity bankového systému eurozóny 487,1 mld. €, čo bolo o 10,3 % viac ako v roku 2007 (graf 41). Jedným z dôvodov tohto zvýšenia bol pokračujúci rast povinných minimálnych rezerv o 12,5 % na 210,8 mld. €. Ďalším dôležitým dôvodom bolo výnimočné zvýšenie dopytu po bankovkách, ktoré nesúviselo so sezónnymi faktormi. Z grafu 42 vidno, že suma bankoviek v obehu sa od septembra do začiatku novembra 2008 výrazne zvýšila, o viac ako 6 %, čo prispelo k celkovému zvýšeniu potreby likvidity. V roku 2008 sa autonómne faktory zvýšili celkovo o 8,9 % na 274,5 mld. €. Hoci sa v udržiavacích periódach končiacich sa v roku 2008 priemerná výška nadbytočných rezerv zvýšila v porovnaní s rokom 2007 o 0,2 mld. € na 1,1 mld. €, ich relatívny objem, 0,5 % predpísaných rezerv, zostal zanedbateľný.

**Graf 41 Faktory likvidity v eurozóne v roku 2008**

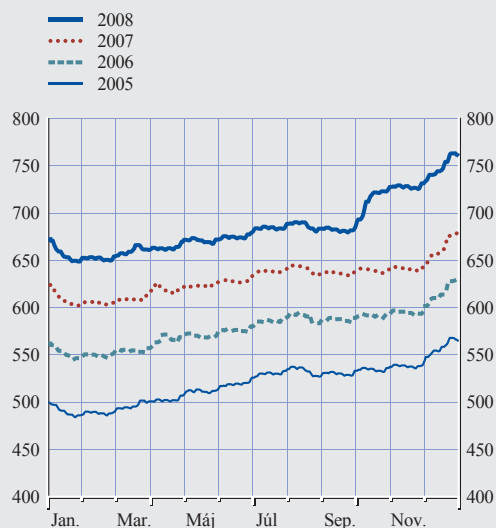
(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

**Graf 42 Bankovky v obehu**

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

### SYSTÉM MINIMÁLNYCH REZERV

Úverové inštitúcie v eurozóne sú povinné udržiavať na bežných účtoch v Eurosysteme povinné minimálne rezervy. Aj v roku 2008 sa povinné minimálne rezervy určili uplatnením 2-percentnej sadzby na základňu na výpočet povinných minimálnych rezerv úverových inštitúcií, ako sa určujú už od roku 1999, a v priemere dosahovali 210,8 mld. €. Práve rast základne na výpočet povinných minimálnych rezerv, ktorá sa stanovuje podľa objemu niektorých krátkodobých pasív v súvahách úverových inštitúcií, je dôvodom už uvádzaného 12,5-percentného rastu celkovej výšky predpísaných povinných minimálnych rezerv v roku 2008. Keďže počas udržiavacej periódy Eurosystem úročí udržiavané rezervy úrokovou sadzbou rovnajúcou sa priemerným akceptovateľným úrokovým sadzbám HRO (ak sa uskutočňujú ako tendre s pohyblivou sadzbou) alebo pevnou úrokovou sadzbou HRO (v prípade tendrov s pevnou úrokovou sadzbou), systém povinných minimálnych rezerv nespôsobuje bankovému sektoru výraznejšie náklady. V operačnom rámci implementácie menovej politiky však pritom spĺňa dve významné funkcie. Po prvé, stabilizuje krátkodobé úrokové miery peňažného trhu, nakoľko predpísané rezervy sa musia v udržiavacej perióde plniť iba na báze priemeru, čím úverovým inštitúciám umožňuje vyrovnávať dočasné a neočakávané prílevy a odlevy likvidity. Po druhé, zvyšuje deficit likvidity bankového systému, t. j. celkovú potrebu refinančných úverov bánk od Eurosystemu.

### OPERÁCIE NA VOĽNOM TRHU

Na riadenie stavu likvidity na peňažnom trhu využíva Eurosystem HRO, DRO a dolad'ovacie operácie. Všetky operácie, ktorými sa dodáva likvidita, musia byť v celom rozsahu zabezpečené kolaterálom. Operácie HRO sú pravidelné týždenné operácie na poskytnutie likvidity; ich splatnosť je spravidla jeden týždeň. Sú hlavným nástrojom signalizujúcim nastavenie menovej politiky ECB.

Do 8. októbra 2008 sa HRO vykonávali vo forme tendrov s variabilnou úrokovou sadzbou a so stanovenou minimálnou akceptovateľnou sadzbou,

a od 15. októbra sa vykonávajú vo forme tendrov s pevne stanovenou úrokovou sadzbou, pri ktorých sú uspokojené všetky ponuky. Počet oprávnených zmluvných strán (ktoré sa môžu na týchto operáciách zúčastňovať) sa počas roka 2008 zvýšil z 1 693 na 2 099. K nárastu ich počtu došlo prevažne v mesiacoch október a november, keď sa niektoré banky rozhodli požiadať o povolenie zúčastňovať sa na týchto operáciách z dôvodu obmedzenia možnosti získať úvery na peňažnom trhu. V roku 2008 sa na HRO zúčastnilo v priemere 443 zmluvných strán, čo je o 31 % viac ako v roku 2007 (keď sa ich v priemere zúčastnilo len 338). Tento nárast súvisel aj s narastajúcim napätím na peňažnom trhu, keď si mnoho zmluvných strán muselo uspokojovať svoje potreby likvidity požíčianím si prostriedkov od ECB, a nie prostredníctvom trhu. Počet účastníkov HRO sa ešte viac zvýšil, keď ECB v októbri prešla na tendre s pevnou úrokovou sadzbou a s uspokojovaním všetkých ponúk, v priemere z 354 v prípade tendrov s premenlivou úrokovou sadzbou na 747 v prípade tendrov s pevnou úrokovou sadzbou.

Do 8. októbra Eurosystem v rámci HRO vo forme tendrov s premenlivou úrokovou sadzbou prideloval v priemere 175 mld. €. Počas tohto obdobia sa pridelená suma značne menila z dôvodu politiky predzásobenia, čo vyústilo do klesajúceho trendu pridelovaných súm počas jednotlivých udržiavacích periód a do zvýšeného poskytovania likvidity prostredníctvom DRO. Po zavedení HRO vo forme tendrov s pevne stanovenou úrokovou sadzbou a s uspokojovaním všetkých ponúk dňa 15. októbra 2008 sa pridelované sumy značne zvýšili, v priemere na 291 mld. €. Likvidita poskytnutá do konca roka 2008 prostredníctvom HRO predstavovala 28 % celkového objemu refinancovania, čo je podstatne menej ako v predchádzajúcich rokoch, keď predstavovala okolo 65 – 75 %.

DRO sú pravidelné mesačné operácie poskytujúce likviditu, ich splatnosť je tri mesiace. Okrem týchto operácií bolo postupne počas roka 2008 uskutočnených viacero ďalších, dopĺňujúcich DRO. Do konca roka sa uskutočnili počas každej udržiavacej periódy dve dopĺňujúce

DRO, jedna s trojmesačnou a jedna so šesťmesačnou splatnosťou, a jedna špeciálna refinančná operácia so splatnosťou rovnajúcou sa dĺžke udržiavacej periódy. Až do polovice októbra sa DRO a doplňujúce DRO uskutočňovali len ako tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou (t. j. bez stanovenia minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby). V DRO a v trojmesačných doplňujúcich DRO boli počas tohto obdobia pridelované sumy 50 mld. € (s výnimkou dvoch doplňujúcich DRO vyrovnaných 21. februára a 13. marca, v rámci ktorých bolo v každej z nich pridelených 60 mld. €). Dve zo šesťmesačných doplňujúcich DRO sa uskutočnili so sumou pridelenia 25 mld. € (dňa 2. apríla a 9. júla) a jedna so sumou 50 mld. € (dňa 8. októbra).

Od 30. októbra 2008 sa aj dlhodobejšie operácie konali ako tendre s pevnou úrokovou sadzbou a s pridelením celého objemu prostriedkov. Na všetky tieto operácie sa uplatňovala úroková sadzba HRO. Zmena na tendre s pevnou úrokovou sadzbou viedla k všeobecnému zvýšeniu pridelovaných súm aj v dlhodobejších operáciách. Vzhľadom na výraznejšie očakávania zníženia kľúčových úrokových sadzieb ECB, najmä ku koncu roka 2008, sa pevná úroková sadzba, ktorá sa uplatňovala v týchto tendroch, prejavila len miernym zvýšením pridelovaných súm v doplňujúcich DRO so splatnosťami tri a šesť mesiacov. Na konci roka 2008 bola splatná suma všetkých dlhodobejších operácií (DRO, doplňujúcich DRO a špeciálnych refinančných operácií) 617 mld. €, ktorá predstavovala historicky najvyšší podiel refinancovania ECB, približne 72 % zo všetkých operácií na voľnom trhu.

Na DRO sa môžu zúčastňovať rovnaké zmluvné strany ako na HRO. V roku 2008 sa ich na DRO v priemere zúčastňovalo 157 v porovnaní so 145 v roku 2007. Zavedenie tendrov s pevnou úrokovou sadzbou viedlo k poklesu priemerného počtu účastníkov v DRO zo 161 (pri tendroch s premenlivou úrokovou sadzbou) na 146 (s pevne stanovenou úrokovou sadzbou). Pri špeciálnych refinančných operáciách, na ktorých sa môžu tiež zúčastňovať rovnaké zmluvné strany, sa na tendri s pohyblivou úrokovou

sadbou zúčtovanom 30. septembra zúčastnilo 210 zmluvných strán, zatiaľ čo na nasledujúcich dvoch tendroch s pevnou úrokovou sadzbou sa zúčastnilo v priemere 97 zmluvných strán.

ECB môže vykonávať doladovacie operácie na dodanie a stiahnutie likvidity podľa potreby, so zámerom riadiť stav likvidity na trhu a usmerňovať výšku úrokových mier. Do 5. októbra 2008 si Eurosystem na uskutočňovanie týchto operácií vyberal obmedzený počet zmluvných strán, najaktívnejších na peňažnom trhu (136 dňa 30. septembra 2008). Na základe rozhodnutia Rady guvernérov sa prístup k doladovacím operáciám dňa 6. októbra 2008 rozšíril udelením oprávnenia všetkým zmluvným stranám, ktoré sa môžu zúčastňovať na operáciách Eurosystemu na voľnom trhu vo forme štandardných tendrov, a ktoré navyše spĺňajú určité výberové kritéria stanovené príslušnými NCB.

V roku 2008 ECB uskutočnila 25 doladovacích operácií. Prax uskutočňovania doladovacích operácií vždy na konci periódy sa zachovala po celý rok, pričom v posledný deň udržiavacích období sa uskutočnilo 12 takýchto operácií. Zvyšných 13 sa uskutočnilo v reakcii na stav likvidity a úroveň krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu. V dňoch 2. a 3. januára, keď napätie súvisiace s koncom roka povolilo, sa uskutočnili doladovacie operácie na stiahnutie likvidity v podmienkach prebytku likvidity. V dňoch 20. a 31. marca sa dodávka likvidity v rámci doladovacích operácií uskutočnila v dôsledku napätia na peňažnom trhu, ktoré súviselo s obdobím veľkonočných sviatkov a bankrotom banky Bear Stearns. Na zmiernenie zvýšeného napätia na peňažných trhoch v septembri ECB uskutočnila od 15. septembra do 9. októbra deväť doladovacích operácií, z ktorých päť bolo určených na dodanie likvidity a štyri na stiahnutie likvidity.

#### **AUTOMATICKÉ OPERÁCIE**

Zmluvne strany môžu z vlastnej iniciatívy využívať dva typy automatických operácií; môžu si za akceptovateľný kolaterál obstaráť jednodňovú likviditu, a môžu si v Eurosysteme uložiť na jeden deň svoje nadbytočné

prostriedky. Do konca roka 2008 sa na jednodňových refinančných operáciách zúčastnilo 2 267 zmluvných strán a na jednodňových sterilizačných operáciách 2 802 zmluvných strán. Úrokové sadzby týchto operácií predstavujú hornú a dolnú hranicu jednodňovej úrokovej sadzby a preto plnia významnú úlohu pri implementácii menovej politiky.

V októbri 2008 sa po rozhodnutí Rady guvernérov zúžil symetrický koridor okolo úrokovej sadzby HRO tvorený týmito dvoma úrokovými mierami z 200 na 100 bázických bodov, ako opatrenie na zmiernenie napätia na peňažnom trhu. Toto opatrenie spolu s dostatkom prostriedkov pridelovaných v rámci operácií na voľnom trhu s pevnou úrokovou sadzbou viedli k značnému zvýšeniu využívania jednodňových sterilizačných operácií (graf A v boxe 10). Až do 8. októbra predstavovalo priemerné denné využitie jednodňových sterilizačných opatrení 2,5 mld. € (v porovnaní s 0,5 mld. € v roku 2007). V období od 9. októbra do konca roka sa tento údaj dramaticky zvýšil na 208,5 mld. €. Počas tohto obdobia malo využívanie jednodňových refinančných operácií v zásade podobný priebeh počas každej udržiavacej periódy. Tieto sumy boli zvyčajne relatívne nízke na začiatku každej periódy, ale následne sa zvýšili, keď si viac zmluvných strán splnilo svoje povinné minimálne rezervy.

Do 8. októbra 2008 bol priemerný denný objem jednodňových refinančných operácií 0,9 mld. € (v porovnaní s 0,2 mld. € v roku 2007), a potom sa zvýšil na 6,7 mld. €. To odráža relatívne nižšiu úrokovú sadzbu týchto operácií v dôsledku zúženia koridoru, ale do určitej miery to môže súvisieť aj so zvýšenou neistotou ohľadne potrieb likvidity jednotlivých bánk.

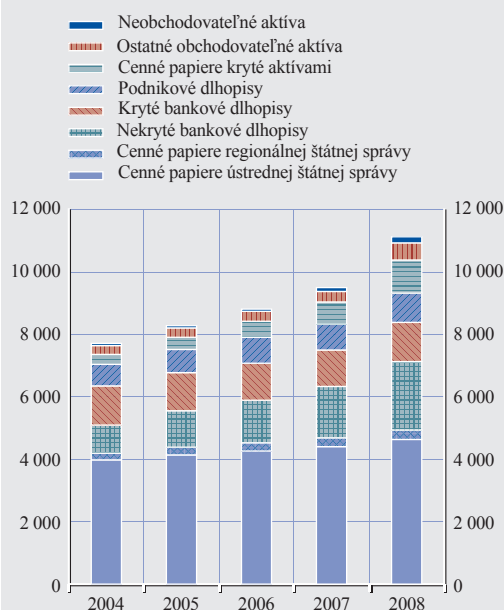
### AKCEPTOVATEĽNÉ AKTÍVA V OPERÁCIÁCH MENOVEJ POLITIKY

V súlade s celosvetovou praxou centrálnych bank musia byť všetky úverové operácie Eurosystemu zabezpečené adekvátnym kolaterálom. Koncept adekvátnosti po prvé znamená, že Eurosystem sa pri svojich úverových operáciách musí vo veľkej miere chrániť pred možnými stratami,

a po druhé, že veľké množstvo zmluvných strán musí mať k dispozícii dostatočný kolaterál, aby Eurosystem mohol prostredníctvom operácií menovej politiky a operácií v rámci platobných systémov poskytnúť taký objem likvidity, ktorý považuje za potrebný. V rámci podpory tohto konceptu Eurosystem akceptuje ako kolaterál vo všetkých svojich úverových operáciách širokú škálu aktív. Táto vlastnosť kolaterálového rámca spolu so skutočnosťou, že prístup k operáciám Eurosystemu na voľnom trhu je umožnený veľkej skupine zmluvných strán, sú rozhodujúcimi faktormi pri podpore implementácie menovej politiky v časoch napätia na finančnom trhu. Flexibilita, ktorá je súčasťou operačného rámca Eurosystemu, umožnila, aby Eurosystem dodával potrebnú likviditu na riešenie problémov narušeného fungovania peňažného trhu bez toho, aby narazil na rastúce obmedzenia dostupnosti kolaterálu počas väčšej časti roka 2008. Až ku koncu roka sa stalo, že vzhľadom na rozšírenie refinancovania v eurách a amerických dolároch na dlhšie obdobia ako jeden deň, ako aj vzhľadom na využívanie tendrov s pevnou

**Graf 43 Akceptovateľný kolaterál podľa typu aktíva**

(v mld. EUR; ročný priemer)



Zdroj: ECB.

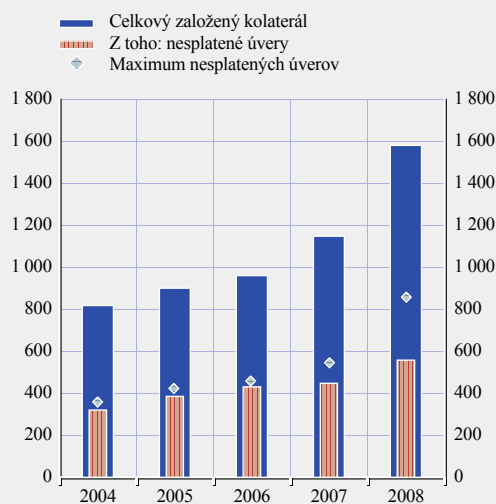
úrokovou sadzbou pokrývajúcej celý dopyt, sa Rada guvernérov rozhodla dočasne do konca roka 2009 rozšíriť zoznam akceptovateľných kolaterálov (box 10).

V porovnaní s rokom 2007 sa v roku 2008 priemerný objem akceptovateľného kolaterálu zvýšil o 17,2 % a jeho celkový objem dosiahol 11,1 bil. € (graf 43). Z toho dlh sektora verejnej správy vo výške 4,9 bil. € predstavoval 44 % celkového dlhu; zvyšok tvoril obchodovateľný kolaterál vo forme nekrytých bankových dlhopisov (2,2 bil. €, resp. 20 %), krytých bankových dlhopisov (1,2 bil. €, resp. 11 %), cenných papierov krytých aktívami (1,1 bil. €, resp. 9 %), podnikových dlhopisov (0,9 bil. €, resp. 8 %), a ostatných dlhopisov, napríklad dlhopisov vydaných nadnárodnými organizáciami (0,6 bil. €, resp. 5 %). Celkový objem obchodovateľných aktív sa koncom novembra 2008 v dôsledku dočasných opatrení na rozšírenie akceptovateľných kolaterálov zvýšil na približne 870 mld. €. Zoznam akceptovateľných kolaterálov obsahuje aj neobchodovateľné aktíva, väčšinou úverové pohľadávky (nazývané aj bankové úvery). Na rozdiel od obchodovateľných aktív sa akceptovateľnosť neobchodovateľných aktív posudzuje len v čase ich akceptácie. Z toho dôvodu nie je ľahké zistiť objem potenciálne akceptovateľných neobchodovateľných aktív. Hodnota neobchodovateľných aktív predložených zmluvnými stranami ako kolaterál pri úverových operáciách Eurosystemu dosiahla v roku 2008 sumu 0,2 bil. €, ktorá predstavuje 2 % celkového akceptovateľného kolaterálu v Eurosysteme. Nižší minimálny limit úverovej bonity, ktorý bol dočasne zavedený na účely rozšírenia zoznamu akceptovateľného kolaterálu (box 10), sa uplatňoval aj na neobchodovateľné aktíva.

Priemerná hodnota obchodovateľných a neobchodovateľných aktív, ktoré predložili zmluvné strany v úverových operáciách Eurosystemu ako kolaterál, sa výrazne zvýšila z 1 148 mld. € v roku 2007 (zrevidovaný údaj z pôvodných 1 101 mld. €) na 1 579 mld. € v roku 2008. Toto zvýšenie spôsobila najmä skutočnosť, že po vypuknutí turbulencií na finančných trhoch zmluvné strany dodatočne predložili

**Graf 44 Kolaterál založený v úverových operáciách Eurosystemu a nesplatené úvery v operáciách menovej politiky**

(v mld. EUR)

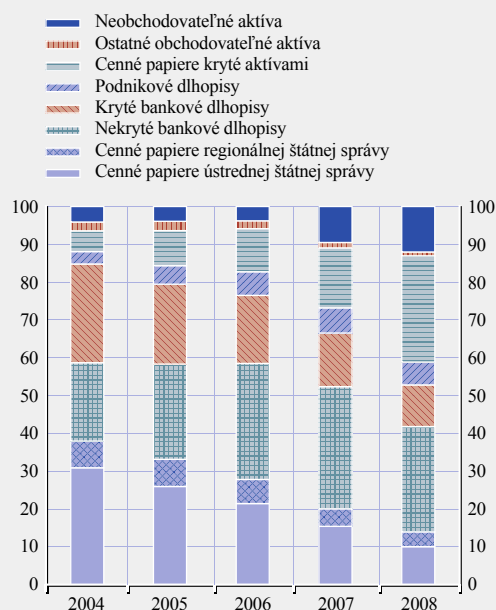


Zdroj: ECB.

Poznámka: Založený kolaterál predstavuje aktíva uložené ako kolaterál v krajinách zapojených do systému združovania kolaterálov a aktíva použité ako kolaterál v krajinách zapojených do systému rezervácie.

**Graf 45 Štruktúra aktív (vrátane úverových pohľadávok) založených ako kolaterál podľa typu aktíva**

(v %, ročné priemery)



Zdroj: ECB.

v Eurosysteme veľké objemy kolaterálu (graf 44). Ako ukazuje porovnanie kolaterálu s objemom nesplatených úverov poskytnutých zmluvným stranám Eurosystemu, podiel založeného kolaterálu, ktorý sa nevyužil na získanie úveru pri operáciách menovej politiky, sa na agregovanom základe mierne zvýšil. Poukazuje to na skutočnosť, že nedostatok kolaterálu nebol pre zmluvné strany Eurosystemu prekážkou, a to aj napriek zvýšeniu objemu likvidity prijatej v rámci refinančných operácií.

Pokiaľ ide o založenie predkladaného kolaterálu, priemerný podiel cenných papierov krytých aktívami sa zvýšil zo 16 % v roku 2007 na 28 % v roku 2008; tieto cenné papiere predstihli nekryté bankové dlhopisy, ktoré boli predtým najväčšou triedou aktív predloženou v Eurosysteme ako kolaterál. Nekryté bankové dlhopisy sa podieľali na kolateráli predloženom v roku 2008 v priemere o niečo menej ako 28 %. Priemerný podiel neobchodovateľných aktív sa zvýšil z 10 % v roku 2007 na 12 % v roku 2008. Priemerný podiel vládných dlhopisov naopak poklesol z 15 % v roku 2007 na 10 % v roku 2008. Nové triedy aktív, ktoré boli dočasne akceptovateľné, sa podieľali na celkovom založenom obchodovateľnom kolateráli približne 3 %.

### RIADENIE RIZÍK

Eurosystem zmierňuje riziko nesplnenia záväzku zmluvnými stranami pri svojich úverových operáciách tým, že od nich požaduje, aby založili adekvátny kolaterál. Aj napriek tejto požiadavke je Eurosystem vystavený viacerým finančným rizikám v prípade, keď dôjde k neplneniu záväzku zmluvných strán; medzi tieto riziká patrí úverové riziko, trhové riziko a riziko likvidity. Okrem toho je v operáciách na dodanie likvidity v cudzej mene ako protihodnoty za kolaterál v eurách Eurosystem vystavený aj menovému riziku; takéto operácie sa napríklad uskutočnili v roku 2008. Aby sa tieto riziká znížili na prijateľnú úroveň, Eurosystem uplatňuje na aktíva prijaté ako kolaterál vysoké úverové štandardy, denne kolaterál oceňuje, a uplatňuje primerané opatrenia z hľadiska riadenia rizík. Z dôvodov obozretnosti Eurosystem vytvoril rezervný

fond na krytie možných výpadkov z prípadnej realizácie kolaterálu prijatého od piatich konkrétnych zmluvných strán, ktoré v roku 2008 nespĺnili svoje záväzky; ich výška sa bude ročne revidovať, v závislosti od realizovaného odpredaja kolaterálu a v súlade s perspektívou opätovného nadobudnutia prostriedkov.<sup>1</sup> Vo všeobecnosti sa finančné riziká pri úverových operáciách kvantifikujú a pravidelne sú o nich informované rozhodovacie orgány ECB.

Každé dva roky sa vykonáva revízia opatrení na riadenie rizík pri úverových operáciách Eurosystemu. Tieto opatrenia na riadenie rizík sa uplatňujú na aktíva predložené zmluvnými stranami Eurosystemu ako kolaterál za úvery, ktoré Eurosystem poskytuje prostredníctvom svojich operácií na voľnom trhu a pri jednoduchých refinančných operáciách, ako aj vo forme vnútrodeného úveru na účely platobných systémov. Pri revízii, ktorá sa uskutočňuje raz za dva roky, došlo v roku 2008 k technickým vylepšeniam rámca riadenia rizík v úverových operáciách Eurosystemu, pričom sa v plnom rozsahu zachovala zásada akceptovania širokej škály kolaterálu. Tieto vylepšenia okrem iného odrážajú zdokonalenie metodického rámca, hodnotenia vlastností trhových a rizík a rizík likvidity akceptovateľných aktív, skutočného využívania akceptovateľných aktív zmluvnými stranami a vývoja nových finančných nástrojov. Tieto vylepšenia boli oznámené dňa 4. septembra 2008 a platnosť nadobudli dňa 1. februára 2009.

V zmysle týchto vylepšení sa revidovali výšky zrážok uplatňovaných pri cenných papieroch krytých aktívami a pri nekrytých bankových dlhopisoch. Okrem toho sa rozšíril zákaz odovzdávať kolaterál, ktorý vydali alebo za ktorý ručia subjekty s úzkymi väzbami s odovzdávajúcou zmluvnou stranou tak, aby zahŕňal špecifické formy úzkych väzieb, ktoré sa môžu vyskytnúť pri používaní cenných papierov krytých aktívami ako kolaterálu. Od 1. februára 2009 sa vyžaduje väčšia transparentnosť pri hodnotení úverovej bonity cenných papierov

1 Bližšie informácie sú v tlačovej správe z 5. marca 2009.



krytých aktívami vydaných oprávnenými externými inštitúciami hodnotiacimi úverovú bonitu.

Eurosystem má v prípade potreby možnosť obmedziť alebo vylúčiť použitie niektorých aktív ako kolaterálu pri svojich úverových operáciách, a to aj na úrovni jednotlivých zmluvných strán, aby v súlade s článkom 18.1 Štatútu ESCB zabezpečil Eurosystemu primeranú ochranu pred rizikom.

## 1.2 DEVÍZOVÉ OPERÁCIE

Eurosystem nevykonával v roku 2008 z menovopolitických dôvodov žiadne intervencie na devízovom trhu. Devízové obchody ECB mali výhradne investičný charakter. ECB nevykonala ani žiadne devízové operácie s menami krajín, ktoré sa zúčastňujú ERM II. Stála dohoda medzi ECB a MMF, ktorá uľahčuje iniciovanie transakcií MMF so zvláštnymi právami čerpania (SDR) s inými držiteľmi SDR na základe poverenia ECB, bola v roku 2008 použitá v 17 prípadoch.

V súvislosti s pokračujúcou volatilitou na finančných trhoch v roku 2008 vykonal Eurosystem aj 73 operácií v rámci dolárových obchodov Term Auction Facility, ktoré ponúka Federálny rezervný systém (57 reverzných obchodov podmienených zložením akceptovateľného kolaterálu), v rámci ktorých sa zmluvným stranám Eurosystemu poskytla likvidita v amerických dolároch, a 15 operácií na dodanie švajčiarskych frankov v spolupráci so Švajčiarskou národnou bankou (podrobnejšie v boxe 10).

## 1.3 INVESTIČNÉ AKTIVITY

Investičné aktivity ECB sú organizované tak, aby sa zabezpečilo, že pri prijímaní investičných rozhodnutí nebude možné využiť žiadne dôverné informácie zvnútra centrálnej banky o jej krokoch v oblasti menovej politiky. Útvary ECB vykonávajúce investičné obchody sú od jej ostatných prevádzkových útvarov oddelené súborom pravidiel a postupov, ktoré sú známe ako čínsky múr.

## SPRÁVA DEVÍZOVÝCH REZERV

Portfólio devízových rezerv ECB pôvodne vzniklo prevodmi devízových aktív z NCB eurozóny. Časové zmeny zloženia portfólia odrážajú zmeny trhovej hodnoty investovaných aktív, ako aj devízové operácie ECB a jej obchody so zlatom. Hlavným účelom devízových rezerv ECB je zabezpečiť, aby Eurosystem vždy, keď bude devízy potrebovať, mal k dispozícii dostatočné množstvo likvidných zdrojov na uskutočňovanie svojich operácií devízovej politiky, vrátane zdrojov v menách krajín nepatriacich do EÚ. Cieľmi správy devízových rezerv ECB sú v poradí podľa dôležitosti likvidita, bezpečnosť a výnosnosť.

Portfólio devízových rezerv ECB sa skladá z amerických dolárov, japonských jenov, zlata a SDR. Rezervy v amerických dolároch a japonských jenoch aktívne spravuje ECB a NCB eurozóny, ktoré konajú ako jej agenti. Od januára 2006 sa zaviedol „currency specialisation model“ (špecializácia na jednotlivé meny); jeho zámerom je zvýšiť efektívnosť investičných operácií Eurosystemu. V rámci tohto modelu je spravidla každej NCB vyčlenený určitý podiel buď z portfólia amerických dolárov alebo japonských jenov, pričom v súčasnosti dve NCB riadia po dva takéto podiely.<sup>2</sup> Počas roka 2008 sa zaviedli dve úpravy, ktoré od januára 2008 umožňujú niektorým NCB spoločne sa podieľať na operáciách v rámci správy svojich podielov na devízových rezervách ECB, konkrétne svoje operácie spojili Centrálna banka Cypru a Bank of Greece, a Centrálna banka Malty a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Národná banka Slovenska spravuje od januára 2009 dolárové portfólio ako agent ECB.

ECB predala počas roka 2008 celkovo 30 ton zlata. Tieto predaje sa uskutočnili v plnom súlade s Dohodou centrálnych bánk o zlate (Central Bank Gold Agreement) z 27. septembra 2004, ktorej jedným zo signatárov je aj ECB. Výnosy z predaja zlata sa začlenili do dolárového portfólia.

2 Bližšie informácie sú v článku Portfolio management at the ECB v Mesačnom bulletinu ECB z apríla 2006.

Hodnota čistých zahraničných aktív ECB<sup>3</sup> v aktuálnych výmenných kurzoch a trhových cenách sa zvýšila zo 42,8 mld. € na konci roka 2007 na 49,5 mld. € na konci roka 2008, z čoho 38,5 mld. € bolo v zahraničných menách – v japonských jenoch a v amerických dolároch – a 11 mld. € v zlate a SDR. Pri použití výmenných kurzov z konca roka 2008 predstavovali aktíva v amerických dolároch 77,5 % devízových rezerv a aktíva v japonských jenoch 22,5 %. Toto zvýšenie hodnoty portfólia v cudzích menách o 19,9 % bolo spôsobené kapitálovými a úrokovými výnosmi získanými v rámci správy portfólia, najmä čo sa týka aktív v amerických dolároch. K zvýšeniu hodnoty portfólia v cudzích menách prispelo aj zhodnotenie japonského jenu (o 30,8 %) a amerického dolára (o 5,8 %) voči euru. Devízové rezervy ECB sa zvýšili, ako už bolo uvedené, aj v dôsledku investícií výnosov z predaja zlata. Hodnota zlata a SDR v držbe ECB sa v roku 2008 zvýšila približne o 2,6 %, a to i napriek predaju 30 ton zlata v priebehu roka. Tento nárast bol spôsobený najmä zhodnotením zlata v roku 2008 o približne 9,4 %, vo vyjadrení v eurách. ECB nezaznamenala žiadne straty devízových rezerv v dôsledku nedodržania záväzkov investičných zmluvných strán.

Zoznam akceptovateľných nástrojov, do ktorých možno investovať devízové rezervy ECB, sa v roku 2008 nezmenil. Úrokové swapy, ktoré boli do zoznamu doplnené v roku 2007, sa v priebehu roka 2008 pravidelne využívali. V roku 2008 sa ukončili prípravné práce na vytvorení automatického programu požičiavania cenných papierov ECB znejúcich na americké doláre. Predpokladá sa, že sa začne realizovať v roku 2009, ale bude to závisieť od prevládajúcich trhových podmienok.

### RIADENIE VLASTNÝCH ZDROJOV

Portfólio vlastných zdrojov ECB pozostáva z investičných protipoložiek k splatenému základnému imaniu ECB, ako aj z prostriedkov čas od času uložených vo všeobecnom rezervnom fonde a z opravných položiek vytvorených na zabezpečenie sa voči kurzovým a úrokovým rizikám a rizikám zmeny ceny zlata. Účelom

tohto portfólia je zabezpečiť ECB príjmy na krytie jej prevádzkových nákladov. Cieľom riadenia tohto portfólia je maximalizovať očakávané výnosy s obmedzením vylučujúcim stratu na určitej úrovni spoľahlivosti. Toto portfólio sa investuje do aktív s pevným výnosom v eurách.

Hodnota tohto portfólia v bežných trhových cenách sa zvýšila z 9,3 mld. € na konci roka 2007 na 10,2 mld. € na konci roka 2008. Tento nárast trhovej hodnoty bol spojený s investíciou rezerv na krytie rizík súvisiacich so zmenou kurzov, úrokovej miery a ceny zlata (ktoré ECB vytvorila v roku 2005) do portfólia vlastných zdrojov, ako aj výnosov plynúcich z investovaných príspevkov a príspevkov do základného imania a rezervných fondov ECB od Centrálnej banky Cypru a Centrálnej banky Malty po prijatí eura na Cypre a na Malte.

Okrem toho sa v roku 2008 mierne rozšíril zoznam akceptovateľných emitentov krytých dlhopisov a nadradených nekrytých dlhopisov. Nezaznamenali sa žiadne straty devízových rezerv v dôsledku nedodržania záväzkov investičných zmluvných strán.

### RIADENIE RIZÍK

Finančné riziká, ktorým je ECB vystavená v oblasti investičných činností sa starostlivo sledujú a merajú, aby ich bolo možné udržať na úrovniach vymedzených rozhodovacími orgánmi ECB. Na tento účel sa zaviedla podrobná štruktúra limitov a ich dodržiavanie sa každý deň sleduje. Pravidelné vykazovanie zabezpečuje, aby boli všetky zainteresované strany adekvátne informované o výške týchto rizík.

V roku 2008 ECB ďalej zdokonalila svoj rámec riadenia rizík v investičných operáciách modernizáciou informačných systémov a zlepšením metodiky hodnotenia úverového rizika. Celkový rámec sa počas finančnej krízy osvedčil a nedo-

<sup>3</sup> Čisté zahraničné aktíva sú vypočítané ako oficiálne rezervné aktíva mínus čistá tržová hodnota devízových swapov plus devízové vklady rezidentov mínus vopred určený budúci odlev devízových prostriedkov v súvislosti s repo obchodmi a forwardovými transakciami v čistom vyjadrení. Podrobné informácie o zdrojoch údajov sú na <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

šlo k žiadnym stratám v dôsledku nedodržania záväzkov zmluvných strán alebo emitentov. ECB okrem toho v rámci svojho úsilia na podporu vývoja moderných metód strategického umiestňovania aktív centrálnymi bankami zorganizovala vo Frankfurte v dňoch 24. a 25. novembra 2008 v spolupráci so Svetovou bankou a BIS prvú konferenciu o strategickom umiestňovaní aktív pre centrálné banky a pre manažérov spravujúcich štátne prostriedky.

Jedným z ukazovateľov využívaných pri sledovaní trhového rizika je „Value-at-Risk“ (VaR). Tento ukazovateľ je definovaný ako strata portfólia aktív, ktorá nebude s určitou pravdepodobnosťou vo vymedzenom období prekročená. Jeho hodnota závisí od viacerých parametrov použitých vo výpočte, najmä od koeficientu spoľahlivosti, dĺžky časového obdobia a vzorky, ktorá sa pri odhade volatility ceny aktív použila. Ak by sme na ilustráciu počítali hodnotu tohto ukazovateľa pre investičné portfólio ECB ku dňu 31. decembra 2008 so spoľahlivosťou 95 %, s časovým horizontom jedného roka a s jednoročnou vzorkou volatility cien aktív, dostali by sme VaR vo výške 9 185 mil. €. Ak by sa pri výpočte tohto istého ukazovateľa zobrala 5-ročná, a nie jednoročná vzorka, hodnota VaR by bola 5 828 mil. €. Väčšia časť tohto trhového rizika je spôsobená menovým rizikom a rizikom zmeny ceny zlata. Nízka úroveň úrokového rizika odráža skutočnosť, že upravená dĺžka investičných portfólií ECB zostala aj v roku 2008 relatívne krátka.

## 2 PLATOBNÉ SYSTÉMY A SYSTÉMY ZÚČTOVANIA CENNÝCH PAPIEROV

Úlohou Eurosystemu vymedzenou v štatúte je podporovať plynulé fungovanie platobných systémov. Hlavným nástrojom Eurosystemu na výkon tejto úlohy – popri funkcii dohľadu (pozri kapitolu 4, časť 4) – je poskytovanie prostriedkov na zabezpečenie platobného styku a vyrovnania obchodov s cennými papiermi. Na realizáciu platieb veľkej hodnoty a urgentných platieb v eurách vytvoril Eurosystem Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase, ktorý je známy ako TARGET. Tento technicky decentralizovaný systém prvej generácie sa postupne nahrádza systémom druhej generácie (TARGET2), ktorý je založený na jednotnej technickej infraštruktúre – jednotnej zdieľanej platforme (Single Shared Platform – SSP). SSP spoločne vytvorili tri centrálné banky Eurosystemu – Banca d'Italia, Banque de France a Deutsche Bundesbank – a z poverenia Eurosystemu ho i prevádzkujú. Prechod na TARGET 2 sa začal v novembri 2007 a bol dokončený v máji 2008.

V oblasti mobilizácie kolaterálu, tak Eurosystem, ako i trh ponúkajú viacero kanálov na uľahčenie jeho cezhraničného použitia. V roku 2008 Eurosystem spolu s účastníkmi trhu pokračoval v práci na vývoji platformy TARGET2-Securities (T2S) na účely poskytovania služieb v oblasti vyrovnania obchodov s cennými papiermi a ich zúčtovania na účtoch vedených v centrálnej banke prostredníctvom jednotnej európskej technickej platformy so zosúladenými postupmi a procedúrami. Tento projekt schválila Rada guvernérov v júli 2008 a v súčasnosti prebieha proces vymedzenia technických detailov. T2S prispieje k zosúladeniu domáceho a cezhraničného zúčtovania obchodov s cennými papiermi v eurozóne prostredníctvom účtov vedených v centrálnej banke.

### 2.1 SYSTÉM TARGET

Systém TARGET zohráva významnú úlohu pri výkone jednotnej menovej politiky a pri zabezpečovaní plynulého fungovania eurového peňažného trhu. TARGET poskytuje služby

zúčtovania platieb v reálnom čase z prostriedkov vedených na účtoch v centrálnej banke a má široké trhové pokrytie. Spracováva transakcie veľkej hodnoty a urgentné transakcie a využíva sa aj v prípade rôznych iných platieb. Systém TARGET slúži na platby v eurách medzi účastníckymi bankami, a to bez akéhokoľvek horného alebo dolného obmedzenia hodnoty platby. Tieto prevody sa uskutočňujú medzi bankami v jednom členskom štáte (vnútroštátny platobný styk), alebo medzi bankami v rôznych členských štátoch (platobný styk medzi členskými štátmi).

### PRECHOD NA TARGET2

Prevádzka systému TARGET sa začala 4. januára 1999 po zavedení eura. Pôvodne bol tento platobný systém zložený z pätnástich národných systémov hrubého zúčtovania v reálnom čase (RTGS) a z platobného mechanizmu ECB (EPM). I napriek úspechu mal TARGET celý rad nedostatkov, ktoré boli spôsobené rôznymi technickými riešeniami a decentralizovanou štruktúrou. V októbri 2002 Eurosystem oznámil spustenie projektu TARGET2, ktorý mal tieto problémy odstrániť a pripraviť systém na ďalší vývoj, napríklad na ďalšie rozšírenie eurozóny.

Cieľom Eurosystemu pri vývoji systému TARGET2 bolo vytvorenie jednoduchšej verzie pôvodného systému TARGET, ktorý by lepšie spĺňal potreby používateľov, poskytoval harmonizovanú úroveň služieb s jednotným cenovým rámcom a zabezpečoval nákladovú efektívnosť. TARGET2 bol navrhnutý tak, aby umožňoval reagovať flexibilne a včas na ďalší vývoj v budúcnosti, napríklad na rozšírenie eurozóny alebo EÚ.

Systém TARGET2 bol uvedený do prevádzky 19. novembra 2007. V tento deň prvá skupina krajín (Nemecko, Cyprus, Lotyšsko, Litva, Luxembursko, Malta, Rakúsko a Slovinsko) úspešne prešli na SSP. Tento prvý krok prebehol veľmi úspešne a potvrdil spoľahlivosť platformy TARGET2, ktorá po tomto počiatocnom prechode zúčtovala približne 50 % celkového objemu platobných operácií vykonávaných cez

systém TARGET, pričom ich hodnota dosiahla 30 % hodnoty všetkých transakcií.

Druhá skupina krajín (Belgicko, Írsko, Španielsko, Francúzsko, Holandsko, Portugalsko a Fínsko) prešla úspešne na SSP 18. februára 2008, a po nej, 19. mája, nasledovala posledná skupina (Dánsko, Estónsko, Grécko, Taliansko, Poľsko a ECB). V dôsledku pozorného sledovania tohto prechodu centrálnymi bankami všetky činnosti súvisiace s testovaním prebehli úspešne a včas u všetkých skupín používateľov. Od novembra 2007 do mája 2008 boli zavedené postupy, ktoré zabezpečovali, aby tie skupiny používateľov, ktoré prechádzali na nový systém v neskoršom termíne (a preto stále využívali systém TARGET prvej generácie) mohli efektívne komunikovať so skupinami používateľov, ktoré sa už napojili na SSP systému TARGET2. Tento šesťmesačný proces prechodu prebehol hladko a nespôsobil žiadne prevádzkové výpadky.

#### PREVÁDZKA SYSTÉMU TARGET

V roku 2008 fungoval systém TARGET plynulo a počet platieb v eurách zúčtovaných v tomto systéme sa naďalej zvyšoval. Trhový podiel systému bol stabilný, na úrovni 90 % z celkovej hodnoty platieb uskutočnených v systémoch na zúčtovanie platieb veľkej hodnoty v eurách prostredníctvom systému TARGET. Priemer objemu platieb spracovaných každý deň prostredníctvom systému TARGET sa zvýšil o 1 % na 369 966, zatiaľ čo ich priemerná hodnota sa zvýšila o 10 % na 2 667 €. Dňa 22. decembra 2008 dosiahol počet transakcií uskutočnených prostredníctvom systému TARGET najvyššiu úroveň. Uskutočnilo sa 576 324 transakcií, čo predstavuje historické maximum systému. Prehľad o celkovom platobnom styku uskutočnenom cez systém TARGET v roku 2008 v porovnaní s predchádzajúcim rokom je uvedený v tabuľke 11.

V roku 2008 bola celková dostupnosť systému TARGET, t. j. miera využiteľnosti systému TARGET účastníkmi počas prevádzkovej doby bez incidentov, 99,79 %. Za zmienku stojí, že je to najvyššia úroveň od začatia prevádzky

Tabuľka 11 Platby v systéme TARGET<sup>1)</sup>

Počet platieb	2007	2008	Zmena (%)
<b>Platby spolu</b>			
Celkový počet	93 375 701	94 711 380	
Denný priemer	366 179	369 966	1,03
<b>Platby v rámci členských štátov<sup>2)</sup></b>			
Celkový počet	72 574 446	69 212 880	
Denný priemer	284 606	270 363	-5,00
<b>Platby medzi členskými štátmi</b>			
Celkový počet	20 801 255	25 498 500	
Denný priemer	81 574	99 604	22,10
<b>Hodnota platieb (mld. EUR)</b>			
<b>Platby spolu</b>			
Celková hodnota	616 731	682 780	
Denný priemer	2 419	2 667	10,28
<b>Platby v rámci členských štátov<sup>2)</sup></b>			
Celková hodnota	395 412	466 572	
Denný priemer	1 551	1 823	17,54
<b>Platby medzi členskými štátmi</b>			
Celková hodnota	221 319	216 208	
Denný priemer	868	845	-2,69

Zdroj: ECB.

1) V roku 2007 bolo 255 prevádzkových dní, v roku 2008 bolo 256 prevádzkových dní.

2) Vrátane vzdialených účastníkov.

systému TARGET v roku 1999, a že prechod na TARGET2 nemal na dostupnosť systému žiadny negatívny vplyv. Viac ako 99,76 % platieb prostredníctvom SSP systému TARGET2 bolo spracovaných do piatich minút. Ohlasy používateľov systému TARGET2 na výkonnosť systému boli veľmi pozitívne.

Do decembra 2008 malo na platforme SSP systému TARGET2 účty RTGS až 900 priamych účastníkov. Tento počet je nižší ako počet priamych účastníkov, ktorí mali účty v systéme TARGET prvej generácie na začiatku migrácie, ktorý bol 1 072. Existujú dva hlavné dôvody, prečo je to tak. Po prvé, celý rad úverových inštitúcií prehodnotilo v čase prechodu svoju priamu účasť v systéme a rozhodli sa namiesto toho napojiť nepriamo prostredníctvom priameho účastníka. Po druhé, systém TARGET2 silne motivoval banky, aby racionalizovali svoje riadenie likvidity v eurách a centralizovali ju na menšom počte účtov RTGS. Celkový počet bánk (vrátane pobočiek a dcérskych spoločností), ktoré možno kontaktovať prostred-

níctvom systému TARGET zostal stabilný približne na úrovni 52 000.

### **VZŤAHY S POUŽÍVATEĽMI SYSTÉMU TARGET2**

Systém TARGET2 počas svojho vývoja výrazne ťažil z aktívnej spolupráce medzi Eurosystemom a budúcimi používateľmi tohto systému. To v značnej miere prispelo k lepšiemu pochopeniu požiadaviek trhu a pomohlo zabezpečiť hladký prechod a vysokú úroveň akceptovania systému jeho používateľmi.

Táto spolupráca pokračovala aj po skončení fázy migrácie. Eurosystem udržiava úzke vzťahy s používateľmi systému TARGET2 a v roku 2008 sa konali aj pravidelné stretnutia NCB eurozóny s národnými skupinami používateľov systému TARGET2. Okrem toho sa konali pravidelné spoločné zasadnutia Pracovnej skupiny Eurosystemu pre TARGET2 (Working Group on TARGET2) a Pracovnej skupiny pre TARGET (TARGET Working Group) európskeho bankového sektora, na ktorých sa diskutovalo o prevádzkových otázkach systému TARGET2. Strategické otázky boli predkladané Kontaktnej skupine pre stratégiu platobného styku v eurách (Contact Group on Euro Payments Strategy), čo je fórum, na ktorom sú zastúpení hlavní riadiaci pracovníci komerčných a centrálnych bánk.

### **PRIPOJENIE KRAJÍN NEPATRIACICH DO EUROZÓNY K SYSTÉMU TARGET**

Všetky krajiny eurozóny sa zúčastňujú na systéme TARGET, pretože zúčtovanie všetkých operácií v eurách s Eurosystemom sa povinne uskutočňuje prostredníctvom tohto systému. V záujme uľahčenia vysporiadavania platobných transakcií v eurách sa na systéme TARGET môžu dobrovoľne zúčastňovať aj členské štáty, ktoré nie sú členmi eurozóny.<sup>4</sup> V čase prijatia eura na Cypre a na Malte, t. j. 1. januára 2008, centrálna banka Cypru a centrálna banka Malty a ich príslušné národné skupiny používateľov už systém TARGET využívali. Pri príležitosti vstupu Slovenska do eurozóny dňa 1. januára 2009 sa aj Národná banka Slovenska zapojila do tohto systému.

### **ĎALŠÍ PREDPOKLADANÝ VÝVOJ**

Predpokladá sa, že každý rok sa uvedie do prevádzky nová verzia SSP, ktorá ponúkne používateľom systému TARGET2 celý rad vylepšení a nových prvkov. Obsah týchto každoročných nových verzií sa vymedzí na základe širších konzultácií so skupinami používateľov. Prvá takáto aktualizovaná verzia SSP sa zaviedla do prevádzky 17. novembra 2008. Jej obsah vychádzal prevažne z novej štandardnej verzie systému SWIFT, ktorá bola uvedená do prevádzky v ten istý deň. Ako výnimka sa v roku 2009 predpokladá zaviesť dve verzie. Prvá z nich, ktorá sa zavedie v máji, rozšíri rozhranie s pridruženými systémami, čím sa umožní najmä vyrovnanie obchodov s cennými papiermi medzi centrálnymi depozitármi cenných papierov (central securities depositories – CSD). Druhá verzia, ktorá sa uvedie do prevádzky v novembri, bude obsahovať rôzne ďalšie zlepšenia, ktoré požadujú používatelia.

## **2.2 TARGET2-SECURITIES**

Európsky trh so službami zúčtovania obchodov s cennými papiermi je stále veľmi roztrieštený, hoci sa už zaznamenal určitý pozitívny vývoj v podobe väčšej konsolidácie a spolupráce. Existencia veľkého počtu zúčtovacích systémov okrem iného znamená, že náklady na zúčtovanie sú omnoho vyššie pri cezhraničných transakciách v EÚ ako pri domácich transakciách alebo pri transakciách v Spojených štátoch. Zároveň sa zvyšuje záujem o integrovanú európsku infraštruktúru zúčtovania cenných papierov.

Na riešenie roztrieštenej infraštruktúry zúčtovania Eurosystem v roku 2006 navrhol systém T2S. Bude to platforma na zúčtovanie cenných papierov vo viacerých menách, ktorú bude vlastníť a prevádzkovať Eurosystem, a ktorá európskym CSD umožní vyrovnať obchody s cennými papiermi na účtoch v centrálnnej banke. Zúčastnení CSD budú vstupovať do právnych vzťahov so svojimi klientmi a budú aj naďalej

<sup>4</sup> Krajiny, ktoré sice nie sú členmi eurozóny, ale ktoré sa v roku 2008 zapojili do systému TARGET, sú Dánsko, Estónsko, Lotyšsko, Litva a Poľsko.

plniť funkciu úschovy cenných papierov i úlohu notára. T2S prinesie jednotnú technickú platformu, v rámci ktorej sa všetky cenné papiere EÚ budú kupovať a predávať za eurá a ostatné meny zúčastnených CSD prostredníctvom štandardizovaných postupov a komunikačných prostriedkov. Okrem tohto systém T2S značne zníži potreby likvidity účastníkov i mieru finančného rizika, ktorému sú účastníci vystavení poskytovaním služieb, akými sú napríklad auto-kolateralizácia (t. j. automatické vygenerovanie vnútrodenného úveru zabezpečeného kolaterálom na účte v centrálnej banke, keď kupujúci nemá dostatok finančných prostriedkov na vyrovnanie obchodov s cennými papiermi), priebežná optimalizácia, mechanizmy vracania cenných papierov do obchodovania a nočná prestávka na zúčtovanie. Možnosť vyrovnáť všetky obchody s cennými papiermi v EÚ na účtoch v centrálnej banke na jednej jednotnej platforme navyše eliminuje finančné riziko, ktorému môžu byť účastníci v súčasnosti vystavení pri vyrovnaní obchodov medzi CSD. T2S tým zvýši efektívnosť správy kolaterálu, čím umožní používateľom optimalizovať svoje financovanie vo všetkých kategóriách aktív a prispieje k stabilite finančného systému.

Poradná skupina pre T2S<sup>5</sup> dokončila v decembri 2007 prvú verziu návrhu požiadaviek používateľov T2S, v ktorom sú opísané vlastnosti, ktoré CSD a účastníci finančného trhu od T2S vyžadujú. ECB tento proces koordinovala a zohrávala hlavnú úlohu pri príprave návrhu. Eurosystem tento návrh požiadaviek používateľov predložil 18. decembra 2007 na verejnú konzultáciu spolu s metodikou analýzy ekonomických vplyvov.

Na základe pripomienok prijatých v rámci verejnej konzultácie poradná skupina pripravila finálnu verziu požiadaviek používateľov. Rada guvernérov 23. mája 2008 vyzvala všetky európske CSD, aby sa pripojili k iniciatíve T2S a poskytla im podrobné informácie o práci, ktorá sa už v tejto oblasti vykonala.

Všetky CSD eurozóny vyjadrili v júli 2008 ochotu využívať platformu T2S po jej uvedení do prevádzky za určitých podmienok. Dánsky CSD

a Danmarks Nationalbank navyše informovali, že majú v úmysle využívať T2S na zúčtovanie obchodov s cennými papiermi v dánskych korunách i v eurách. Okrem toho i CSD zo Švédska, Švajčiarska a Spojeného kráľovstva informovali o svojom úmysle zúčastňovať sa na zúčtovaní v eurách. Vzhľadom na túto všeobecnú podporu zo strany európskych CSD Rada guvernérov 17. júla 2008 oficiálne spustila projekt T2S, pričom sa očakáva, že platforma T2S bude k dispozícii najneskôr do roku 2013. Rada guvernérov schválila aj konečnú verziu požiadaviek používateľov a technickým vývojom a prevádzkou T2S poverila Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France a Banca d'Italia.

Ako sa predpokladalo v pláne riadenia fázy špecifikácie projektu, zriadila sa nová poradná skupina, ktorá pozostáva z rovnakého počtu zástupcov centrálnych bánk, CSD i používateľov. Poradná skupina sa prvýkrát stretla v októbri 2008 a vytvorila šesť podskupín zameraných na organizáciu prác na T2S. Dve z týchto podskupín sa zameriavajú na harmonizáciu, jedna na „efektívnosť procesu“ a ďalšia na „corporate actions“. Zároveň zabezpečujú aj koordináciu s prebiehajúcimi iniciatívami v oblasti harmonizácie, najmä s prácou, ktorú vykonáva Európska komisia (napr. v rámci Odbornej skupiny II pre poradenstvo a monitorovanie zúčtovania a vysporiadania (Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II) a Skupiny pre právnu istotu (Legal Certainty Group)).

V roku 2008 došlo navyše k zmene procesu riadenia požiadaviek používateľov T2S a na základe požiadaviek používateľov sa začal proces definovania všeobecných špecifikácií funkcií T2S. ECB poskytovala poradenstvo centrálnym bankám mimo eurozóny, aby im pomohla rozhodnúť sa, spoločne s miestnymi CSD a účastníkmi trhu, či má, alebo nemá zahrnúť ich meny do T2S. Do konca roka 2008 potvrdil litovský CSD i Lietuvos bankas,

5 Poradnú skupinu T2S tvoria zástupcovia NCB, CSD i účastníci trhu.

že majú v úmysle zúčtovať prostredníctvom T2S obchody s cennými papiermi v litovských litasoch i v eurách. Okrem toho aj CSD Bulharska, Estónska a Rumunska naznačili, že majú v úmysle využívať platformu T2S na zúčtovanie svojich obchodov v eurách. Pripravili sa aj právne a zmluvné dojednania medzi zúčastnenými CSD a Eurosystemom.

### 2.3 POSTUPY PRI VYSPORIADANÍ KOLATERÁLU

Akceptovateľné aktíva sa môžu použiť ako zábezpeka pri všetkých typoch úverových operácií Eurosystemu nielen na vnútroštátnej úrovni, ale aj na cezhraničnej úrovni. Od zavedenia eura sa používanie cezhraničného kolaterálu postupne rozširovalo. V decembri 2008 hodnota cezhraničného kolaterálu vedeného na účtoch v Eurosysteme vzrástla na 861 mld. € zo 683 mld. € v rovnakom mesiaci predchádzajúceho roka. Koncom roka 2008 predstavoval cezhraničný kolaterál 45,0 % celkového kolaterálu poskytnutého v rámci Eurosystemu.

Na cezhraničnú mobilizáciu kolaterálu sa využívajú dva hlavné kanály, a to model korešpondenčných centrálnych bánk (correspondent central banking model – CCBM) a akceptovateľné prepojenia medzi systémami zúčtovania cenných papierov (securities settlement systems – SSS).

#### SLUŽBY EUROSYSTEMU V OBLASTI SPRÁVY KOLATERÁLU

CCBM zostáva hlavným prevodovým kanálom cezhraničného kolaterálu pri operáciách menovej politiky Eurosystemu a pri jeho vnútrodňových úverových obchodoch. Prostredníctvom neho sa v roku 2008 realizovalo 36,7 % celkového kolaterálu poskytnutého v rámci Eurosystemu. Objem aktív v správe CCBM sa zvýšil z 558 mld. € na konci roka 2007 na 713 mld. € na konci roka 2008.

V záujme umožnenia integrácie nových krajín eurozóny sa uskutočnila revízia rámca CCBM. V tejto súvislosti Národná banka Slovenska podpísala pri príležitosti vstupu Slovenska do eurozóny dohodu o CCBM.

I napriek úspechu CCBM a jeho významnému prínosu k procesu finančnej integrácie vyžaduje režim s týmto modelom viacero nedostatkov, najmä v súvislosti so skutočnosťou, že je navrhnutý ako dočasný a vychádza zo zásady minimálnej harmonizácie. Tieto nedostatky, spolu s rastúcim významom cezhraničného kolaterálu, viedli 8. marca 2007 k prijatiu rozhodnutia Rady guvernérov o revízii súčasných postupov Eurosystemu v oblasti správy kolaterálu a o vytvorení nového systému správy kolaterálu pre Eurosystem založeného na jednotnej platforme. Tento systém sa nazýva riadenie kolaterálu centrálnymi bankami (Collateral Central Bank Management) alebo CCBM2. Na definovaní zásad CCBM2 a požiadaviek používateľov na fungovanie CCBM2 sa podieľali aj účastníci trhu prostredníctvom verejných konzultácií a stretnutí konaných ad hoc.

Vzhľadom na priaznivé ohlasy na iniciatívu Eurosystemu sa Rada guvernérov 17. júla 2008 rozhodla vyhlásiť spustenie projektu CCBM2. Vývojom a prevádzkou CCBM2 v mene Eurosystemu boli poverené Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a De Nederlandsche Bank s cieľom implementovať tento systém ešte pred zavedením systému T2S alebo najneskôr v tomto čase.

Cieľom CCBM2 je zosúladiť interné systémy Eurosystemu pre správu kolaterálu tak, aby pracovali efektívnejšie. Zameriava sa najmä na riešenie nedostatkov súčasného usporiadania tam, kde je to možné, optimalizáciou nákladov na mobilizáciu kolaterálu a zlepšením riadenia likvidity. CCBM2 rozsahom presiahne súčasný model CCBM, pretože na odovzdávanie a preberanie všetkých akceptovateľných kolaterálov (cenných papierov a neobchodovateľných aktív), ktoré sa používajú na domácej i cezhraničnej úrovni poskytne jednotný súbor postupov so zosúladenou úrovňou služieb.

Účasť NCB eurozóny v CCBM2 bude dobrovoľná a prijme sa modulárny prístup. CCBM2 bude tvoriť niekoľko modulov a iba jeden z nich – message router – bude pre NCB, ktoré sa do systému CCBM2 zapoja, povinný.



Pomocou tohto povinného modulu sa zabezpečí štandardná spolupráca medzi Eurosystemom a zmluvnými stranami. Ostatné moduly, ktoré sú určené na vlastné spracovanie obchodovateľných a neobchodovateľných aktív, budú dobrovoľné. Tento modulárny prístup ponecháva NCB voľnosť, aby si samy vybrali moduly CCBM2, ktoré budú najlepšie vyhovovať ich vlastným potrebám a potrebám ich trhov. CCBM2 sa bude môcť plynule a včas prispôbovať zmenám kolaterálneho a operačného rámca Eurosystemu i trhovému vývoju.

Na základe schválených požiadaviek používateľov Eurosystem v súčasnej etape projektu pripravuje podrobné používateľské špecifikácie.<sup>6</sup> V nasledujúcich etapách projektu CCBM2 bude Eurosystem viesť otvorený dialóg s účastníkmi trhu.

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

Národné systémy SSS môžu byť prepojené na základe zmluvného a prevádzkovo-technického riešenia s cieľom umožniť cezhraničné prevody akceptovateľných cenných papierov medzi systémami. Po prevode akceptovateľných cenných papierov prostredníctvom takéhoto prepojenia do iného SSS sa tieto môžu použiť v rámci domácich postupov rovnako ako akýkoľvek domáci kolaterál. V súčasnosti majú zmluvné strany k dispozícii 60 priamych a 6 reléových prepojení, z ktorých sa však aktívne používa iba obmedzený počet. Navyše tieto prepojenia pokrývajú iba časť eurozóny. Tieto prepojenia sa z hľadiska úverových operácií Eurosystemu stanú akceptovateľnými až vtedy, keď splnia používateľské štandardy Eurosystemu (kapitola 4, časť 4).

Hodnota kolaterálu vedeného na účtoch prostredníctvom týchto prepojení sa zvýšila zo 125 mld. € v decembri 2007 na 148 mld. € v decembri 2008, ale jeho podiel na celkovom kolateráli (domácom aj cezhraničnom) vedenom na účtoch Eurosystemu v bol roku 2008 iba 8,3 %, v porovnaní s 8,9 % v roku 2007.

<sup>6</sup> Bližšie informácie sú na internetovej stránke [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html).

## 3 BANKOVKY A MINCE

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

#### DOPYT PO EUROVÝCH BANKOVKÁCH A MINCIACH

Na konci roka 2008 bolo v obehu 13,1 miliárd eurových bankoviek v celkovej hodnote približne 762,8 mld. €. V porovnaní s úrovňou na konci roka 2007 (12,1 mld. bankoviek v celkovej hodnote 676,6 mld. €) to znamená nárast počtu bankoviek o 8,3 % a zvýšenie ich celkovej hodnoty o 12,7 %.

Po zintenzívnení problémov na finančných trhoch sa v prvej polovici októbra 2008 zaznamenal výrazný nárast počtu eurových bankoviek v obehu, ktorých hodnota dosahovala 35 až 40 mld. €.

V poslednom štvrtroku 2008 bol osobitne výrazný dopyt po bankovkách s nominálnou hodnotou 100 € a 500 €, ktorý bol vo veľkej miere spôsobený dopytom z regiónov mimo eurozóny. V dôsledku toho sa priemerná hodnota bankoviek v obehu do konca roka zvýšila na 58,15 € (v porovnaní s 55,85 € na konci predchádzajúceho roka).

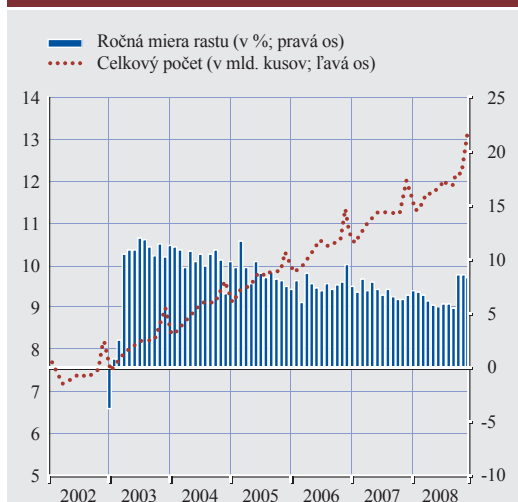
Ako informujú štatistiky, presuny eurových bankoviek úverovými inštitúciami z euro-

zóny do regiónov mimo nej v čistom vyjadrení dosiahli do konca decembra 2008 celkovú hodnotu približne 96 mld. €, ktorá zodpovedá 13 % celkovej hodnoty eurových bankoviek v obehu. Tieto presuny boli spôsobené zvýšeným dopytom nerezidentov eurozóny. Keďže existujú aj ďalšie dôvody, prečo eurové bankovky opúšťajú eurozónu (napr. v rámci cestovného ruchu alebo prevodov prostriedkov zahraničnými pracovníkmi), odhaduje sa, že z hľadiska hodnoty takmer 20 % eurových bankoviek v obehu je v držbe nerezidentov eurozóny.

Na grafoch 46 a 47 vidno nepretržitý rast celkového počtu a hodnoty eurových bankoviek v obehu, ako aj ich ročné miery rastu.

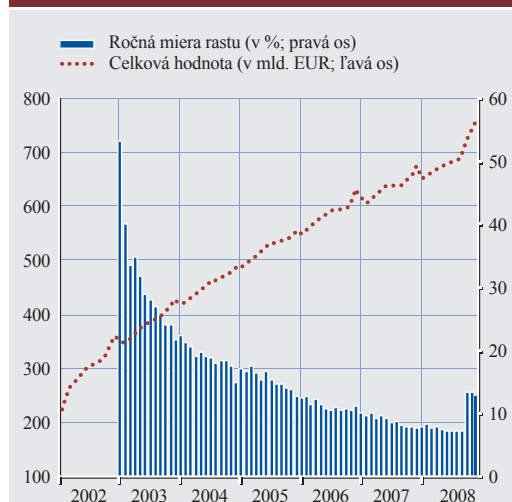
Čo sa týka členenia podľa nominálnych hodnôt, najväčší rast bankoviek v obehu vykázali päťstoeurové bankovky, ktoré sa vo veľkej miere používajú na hromadenie hotovosti, pričom v porovnaní s predchádzajúcim rokom sa na konci roka 2008 zaznamenal ich nárast o 17,1 %. Po nich nasledovali stoeurové, päťdesiateurové a dvestoeurové bankovky, ktoré zaznamenali nárast o 14,2 %, 10,6 % a 9,3 %. Počty bankoviek v obehu nižších nominálnych hodnôt rástli tempom od 3 % do 6 % (graf 48).

Graf 46 Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008



Zdroj: ECB.

Graf 47 Hodnota eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008

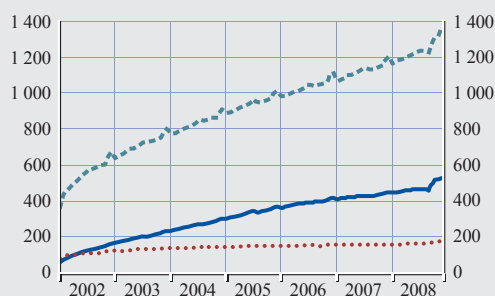


Zdroj: ECB.

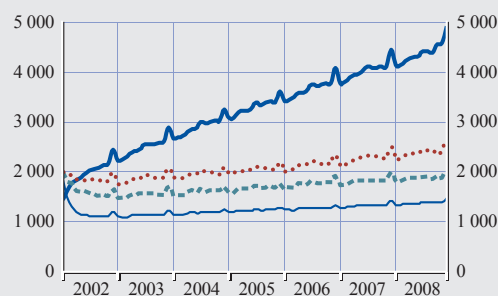
**Graf 48 Počet eurových bankoviek v obehu v rokoch 2002 až 2008**

(v mil. kusov)

— 500 EUR  
 ..... 200 EUR  
 - - - 100 EUR



— 50 EUR  
 ..... 20 EUR  
 - - - 10 EUR  
 — 5 EUR



Zdroj: ECB.

V roku 2008 sa celkový počet eurových mincí v obehu (t. j. čistý obeh, bez zásob uložených v NCB) zvýšil o 7,9 % na 82,3 mld. a hodnota mincí v obehu sa zvýšila o 5,7 % na 20,4 mld. €. Na tomto zvýšení sa najväčšou mierou podieľali jednocentové a dvojcentové mince. Podiel mincí nižšej hodnoty, t. j. 1, 2 a 5 centov, na celkovom počte mincí v obehu zostal stabilný na úrovni 59 %.

#### SPRACOVÁVANIE BANKOVIEK V EUROSYSTÉME

V roku 2008 vydali NCB eurozóny do obehu 34,1 mld. bankoviek a z obehu sa im vrátilo 33,2 mld. bankoviek. Miera návratnosti<sup>7</sup> bankoviek v obehu sa takmer nezmenila a zostala na úrovni 2,79, čo znamená, že pravosť a upotrebitelnosť každej bankovky v obehu sa skontrolovala na plne automatizovaných zariadeniach NCB eurozóny na spracovávanie bankoviek v priemere približne raz za štyri mesiace.

Od roku 2004 Eurosystem vykonáva každoročný prieskum, ktorého cieľom je sledovať stav eurových bankoviek v obehu v eurozóne. V roku 2008 sa zaznamenala tendencia zlepšovania stavu obiehajúcich bankoviek. Stav bankoviek v obehu v eurozóne je homogénnejší, čo je odrazom koordinovanej politiky triedenia a vydávania bankoviek. NCB zistili 5,6 mld. bankoviek nespôsobilých na ďalší obeh a nahradili ich novými. Podiel nespôsobilých banko-

viek<sup>8</sup> sa pohyboval na úrovni 17,0 %, ktorá sa zaznamenala aj v predchádzajúcom roku.

### 3.2 FALŠOVANIE A POTLÁČANIE FALŠOVANIA BANKOVIEK

#### FALZIFIKÁTY EUROVÝCH BANKOVIEK

Celkový počet falzifikátov, ktoré prijali národné analytické centrá<sup>9</sup> v roku 2008 bol približne 666 000<sup>10</sup>, čo predstavuje nárast z relatívne stabilnej úrovne zaznamenatej v predchádzajúcich rokoch. Počet pravých bankoviek v obehu sa však v roku 2008 tiež značne zvýšil. V porovnaní s počtom pravých bankoviek v obehu, ktorý ku koncu roku 2008 dosiahol hodnotu 13,1 miliárd, je počet falzifikátov skutočne veľmi malý. Pravdepodobnosť náhodného prijatia falzifikátu bankovky z obehu je preto aj naďalej veľmi nízka. Trend počtu falzifikátov stiahnutých z obehu je znázornený na grafe 49, ich počty sú od prechodu na novú hotovosť

7 Miera návratnosti je definovaná ako celkový počet bankoviek vrátených do NCB delený priemerným počtom bankoviek v obehu v danom období.

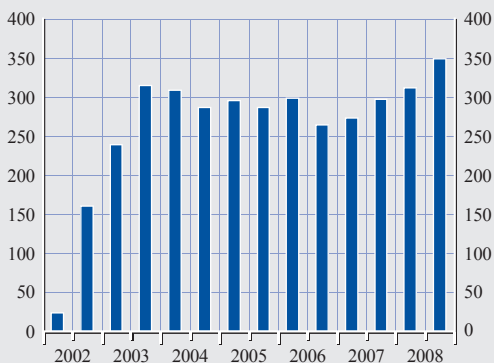
8 Pomer nespôsobilých bankoviek je definovaný ako počet bankoviek identifikovaných ako nespôsobilé delený celkovým počtom spracovaných bankoviek v danom období.

9 Skúšobne zriadené v každom z členských štátov na prvotnú analýzu falzifikátov eurových bankoviek na národnej úrovni.

10 Tento údaj sa v súvislosti s najnovšími správami, najmä z krajín mimo EÚ, môže mierne líšiť.

**Graf 49 Počet falzifikátov eurových bankoviek stiahnutých z obehu v rokoch 2002 až 2008**

(v tisícoch kusov)



Zdroj: ECB.

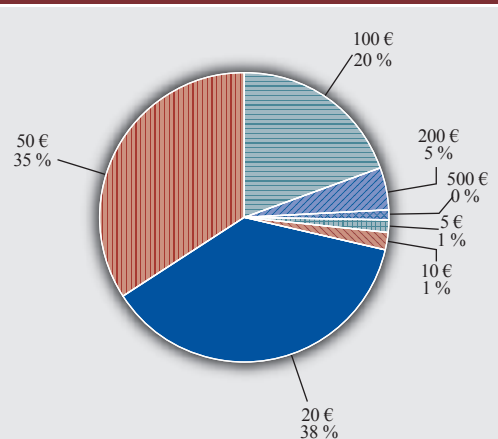
zist'ované v polročných intervaloch. V roku 2008 sa falšovatelia najviac zameriavali na dvadsaťeurové a päťdesiateurové bankovky, ktoré spolu tvorili takmer tri štvrtiny všetkých falzifikátov. Podrobná štruktúra celkového objemu falzifikátov v členení podľa nominálnych hodnôt je znázornená v grafe 50.

Verejnosť sa môže na bezpečnosť eura spoľahnúť. Ukázalo sa, že je dobre chránenou menou, vďaka dômyselnosti ochranných prvkov a účinnej práci európskych a národných orgánov zabezpečujúcich dodržiavanie zákonov. Táto dôvera by však určite nemala viesť k sebauspokojeniu, a ECB preto odporúča verejnosti, aby bola aj naďalej ostražitá a nezabúdala na skúšanie bankoviek spôsobom „ohmatať-pozrieť-nakloniť“.<sup>11</sup> Eurosystem aj naďalej vynakladá značné úsilie na zabezpečenie toho, aby verejnosť i spracovatelia peňazí boli dobre informovaní o rozlišovaní falzifikátov od pravých bankoviek.

### POTLÁČANIE FALŠOVANIA

V roku 2008 Eurosystem v boji proti falšovaniu eura naďalej úzko spolupracoval s Europolom a Európskou komisiou (najmä s Európskym úradom pre boj proti podvodom (European Anti Fraud Office – OLAF)). Eurosystem v EÚ aj mimo nej aktívne pôsobí v oblasti vzdelávania

**Graf 50 Štruktúra falzifikátov eurových bankoviek podľa nominálnej hodnoty v roku 2008**



Zdroj: ECB.

Poznámka: Čísla sú zaokrúhlené na najbližší percentuálny bod.

odborníkov pracujúcich s hotovosťou v odbore rozpoznávania falzifikátov bankoviek a nakladania s nimi.

Eurosystem sa aktívne zúčastňuje na práci Skupiny centrálnych bánk na potlačanie falšovania (Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDGD). Ide o pracovnú skupinu, na ktorej sa podieľa 31 centrálnych bánk a emisných orgánov a ktorá pracuje pod záštitou krajín G10. Táto skupina sponzoruje výskum technických postupov na predchádzanie nezákonnej reprodukcie bankoviek. Na pôde ECB pôsobí Medzinárodné centrum pre potlačanie falšovania (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC), ktoré pôsobí ako technické centrum pre členov CBCDGD. Jeho hlavnou úlohou je poskytovať technickú podporu a prevádzkovať centralizovaný komunikačný systém slúžiaci všetkým stranám pôsobiacim v oblasti systémov potlačania falšovania. ICDC má svoju vlastnú internetovú stránku<sup>12</sup>, ktorá poskytuje informácie a poradenstvo vo vzťahu k reprodukovaniu obra-

<sup>11</sup> Ďalšie podrobnosti sú na internetovej stránke <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.sk.html>.

<sup>12</sup> Podrobné informácie sú dostupné na internetovej stránke <http://www.rulesforuse.org>

zov bankoviek, a obsahuje aj prepojenia na príslušné internetové stránky jednotlivých krajín.

### 3.3 VÝROBA A EMISIA BANKOVIEK

#### ZABEZPEČENIE VÝROBY BANKOVIEK

V roku 2008 sa vyrobilo celkovo 6,4 mld. eurových bankoviek. Na porovnanie, v roku 2007 to bolo 6,3 mld. kusov.

Rozdeľovanie výroby bankoviek sa naďalej zakladalo na decentralizovanom výrobnom scenári s tzv. poolingom, ktorý bol prijatý v roku 2002. Podľa tejto dohody každá NCB eurozóny zodpovedá za obstaranie prideleného podielu z celkovej potreby bankoviek určitých nominálnych hodnôt. Rozdelenie výroby bankoviek v roku 2008 je uvedené v tabuľke 12.

#### PILOTNÝ PROGRAM ROZŠÍRENEJ INVENTARIZÁCIE USCHOVÁVANEJ HOTOVOSTI

V roku 2008 dve veľké komerčné banky, ktoré pôsobia na trhu s distribúciou bankoviek, úspešne využívali pilotný program inventarizácie uschovávanej hotovosti eurových bankoviek v Ázii (Extended Custodial Inventory – ECI), ktorý bol zavedený v roku 2007. ECI je hotovostným depozitom udržiavaným komerčnou bankou, ktorá pôsobí ako uschovávateľ meny. Programy ECI uľahčujú medzištátnu distribúciu eurových bankoviek a sú zdrojom štatistických údajov o obehu eurových bankoviek mimo eurozóny, ako aj informácií o falzifikátoch zistených

v danom regióne. Vzhľadom na úspech pilotného programu sa Rada guvernérov v marci 2008 rozhodla zaviesť trojročný program ECI vychádzajúci zo skúseností získaných v rámci pilotného projektu. Na základe rokovacieho konania požiadali o účasť na trojročnom programe ECI tri banky, ktoré pôsobia na trhu s distribúciou bankoviek. Vo februári 2009 začala jedna banka prevádzku v Hongkongu a ďalšia v Singapure. Predpokladá sa, že do polovice roka 2009 začne tretia banka prevádzkovať ECI v Hongkongu. Toto sú tri hlavné logistické centrá obchodovania s eurovými bankovkami vo východnej Ázii, kde je najväčší obrat eurových bankoviek mimo Európy. Deutsche Bundesbank pôsobí vo vzťahu k bankám ECI ako logistická a administratívna zmluvná strana. Pred skončením trojročného obdobia Eurosystem posúdi, či bude v programe ECI pokračovať, a v prípade, ak áno, aj o tom, v ktorých miestach to bude.

#### CESTA K VÄČŠEJ KONVERGENCII SLUŽIEB NCB V OBLASTI HOTOVOSTNÝCH SLUŽIEB

Po prijatí „cestovnej mapy“ Radou guvernérov v roku 2007, ktorej cieľom bolo dosiahnutie väčšej konvergenencie hotovostných služieb ponúkaných NCB v strednodobom horizonte, pokračoval Eurosystem v roku 2008 vo svojej práci v tejto oblasti.

Vyššia miera konvergenencie je dôležitá, pretože zainteresovaným stranám, najmä subjektom pôsobiacim v oblasti cezhraničných hotovostných operácií, umožní v plnej miere využívať výhody jednotnej meny a vytvorí priaznivé konkurenčné prostredie. Keďže hospodárske a geografické danosti sú v jednotlivých krajinách rôzne, Eurosystem nepredpokladá zavedenie jednotného systému dodávania hotovosti, ktorý bude vyhovovať všetkým. Proces konvergenencie si preto bude vyžadovať určitú pružnosť tak vo vzťahu k požiadavkám klientov, ako aj vo vzťahu k infraštruktúre zásobovania hotovosťou a k prechodným obdobiam.

Eurosystem pracoval aj na celom rade ďalších krokov vrátane elektronickej výmeny údajov s úverovými inštitúciami o vkladanej a vybe-

Tabuľka 12 Výroba eurových bankoviek v roku 2008

Nominálna hodnota	Množstvo (v mil. kusov)	Zabezpečenie výroby NCB
5 €	1 370,0	DE, ES, FR, PT
10 €	2 130,0	DE, GR, FR, AT
20 €	1 755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 €	1 060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	130,0	IT
200 €	-	-
500 €	-	-
Spolu	6 445,0	

Zdroj: ECB.

ranej hotovosti, ako i o štandardoch balíčkovania bankoviek pre bezpoplatkové hotovostné služby NCB. Tak na úrovni členských štátov, ako i na úrovni EÚ sa uskutočnili konzultácie so zainteresovanými stranami, najmä o otázke spoločného balíčkovania bankoviek, ktoré by mohlo mať vplyv na ich prevádzku a náklady.

Technický rozvoj zariadení na spracúvanie bankoviek v súčasnosti umožňuje zosnímanie a spracovanie bankoviek bez ohľadu na to, ako sa do zariadenia vložia. NCB zavedú tieto zlepšenia bezplatne, ako sa predpokladá v dokumente „cestovná mapa“.

#### **DRUHÁ SÉRIA EUROVÝCH BANKOVIEK**

V roku 2005 ECB začala práce na prípravách novej série eurových bankoviek. Boli stanovené funkčné a technické požiadavky a boli vypracované bezpečnostné prvky, ktoré sa majú použiť v novej sérii bankoviek. V roku 2008 sa práce zamerali na ďalší vývoj dizajnu a ochranných prvkov bankoviek a na začlenenie ochranných prvkov do grafického stvárnenia. V roku 2008 sa začal aj vývoj pôvodných materiálov, ktoré sú základom pri výrobe bankoviek.

Grafické stvárnenie druhej série bankoviek bude vychádzať z témy „európske historické obdobia a architektonické slohy“ a bude obsahovať najdôležitejšie prvky grafických návrhov prvej série bankoviek. Keďže návrhy a vývoj pôvodných materiálov je iteratívny proces, tieto práce budú pokračovať aj v roku 2009. Prebiehajú aj konzultácie so všetkými hlavnými zúčastnenými stranami, ktoré budú informované o pokroku dosiahnutom vo vývoji bankoviek. Emisia novej série sa rozloží na viacročné obdobie, a emisiu prvej nominálnej hodnoty možno očakávať o niekoľko rokov. Presný dátum vydania sa určí neskôr. ECB bude verejnú informovať o spôsobe zavádzania nových bankoviek do obehu s dostatočným predstihom. NCB budú pôvodné eurové bankovky prvej série vymieňať bez obmedzenia.

## 4 ŠTATISTIKA

ECB s pomocou NCB pripravuje, zhromažďuje, kompiluje a uverejňuje širokú škálu štatistík, ktoré podporujú menovú politiku eurozóny, ako aj rôzne iné činnosti ESCB. Tieto štatistiky v rastúcej miere využívajú aj finančné trhy, médiá a široká verejnosť. Poskytovanie štatistických údajov eurozóny prebiehalo v roku 2008 v súlade s časovým plánom. Dôležitým výsledkom bolo prijatie vylepšeného právneho rámca Radou guvernérov, ktorý významne obohati menové a finančné štatistiky eurozóny, najmä vďaka zvýšenej dostupnosti údajov o predaji úverov a ich sekuritizácii. Ďalším kľúčovým výsledkom bolo prijatie strednodobého pracovného programu pre oblasť štatistiky ECB, ktorým sa bude v rokoch 2009 až 2012 riadiť produkcia štatistík ESCB. Okrem toho ECB v úzkej spolupráci s NCB ďalej prispievala k postupnej harmonizácii štatistických koncepcií v Európe a k zdokonaľovaniu svetových a európskych štatistických štandardov.

### 4.1 NOVÉ A ROZŠÍRENÉ ŠTATISTIKY EUROZÓNY

Právny rámec zberu menových a finančných štatistík sa skvalitnil vydaním nového nariadenia ECB o štatistike aktív a pasív finančných spoločností osobitného účelu zaoberajúcich sa sekuritizačnými transakciami.<sup>13</sup> Právne predpisy ECB upravujúce zber štatistických údajov od PFI boli okrem toho upravené tak, aby odzrkadľovali nové požiadavky (spôsobené napríklad finančnou inováciou) na bilančnú štatistiku<sup>14</sup>, štatistiku úrokových sadziieb z vkladov a úverov poskytovaných domácnostiam a nefinančným spoločnostiam<sup>15</sup>, a tiež na štatistiku sekuritizácie<sup>16</sup>. Tieto nariadenia sa tiež zameriavajú na dodatočné štatistické požiadavky, ktoré vyplývajú zo situácie na finančných trhoch, najmä s ohľadom na meranie syntetickej sekuritizácie ako nástroja presunu úverových rizík. Vykazovanie dodatočných štatistík by sa malo začať v polovici roku 2010 (aby mali národné banky a vykazujúce subjekty dostatok času na implementáciu nových programov vykazovania), s výnimkou štatistiky sekuritizačných transakcií PFI a štatistiky finančných spoločností osobitného účelu – s ich vykazovaním sa začne

už od decembra 2009. Príprava týchto nariadení zahŕňala podrobné hodnotenie významu nových štatistík a odhadovaných vzniknutých nákladov pre vykazujúce subjekty a národné centrálné banky, aby sa zabezpečilo plnenie užívateľských požiadaviek najvyššej priority pri primeraných nákladoch.

Rada guvernérov tiež prijala prepracované usmernenie o menovej štatistike, štatistike finančných inštitúcií a trhovej štatistike, ktoré konsoliduje predchádzajúce zmeny a doplnenia a obsahuje ďalšie opatrenia týkajúce sa týchto štatistík. Ďalšie úpravy právneho rámca ECB zahŕňali zmeny a doplnenia usmernení ECB o požiadavkách na štatistické vykazovanie v oblasti štatistiky štátnych financií (zrušenie zostávajúcich výnimiek) a v oblasti štvrťročných finančných účtov (s cieľom zvýšenia efektivity tokov údajov).

Pokiaľ ide o štatistiky aktív a pasív investičných fondov, NCB začali od februára 2009 poskytovať ECB nové harmonizované údaje, pričom ako referenčné obdobie použili december 2008.<sup>17</sup>

Od júna 2008 sú v štatistickej sekcii internetovej stránky ECB zverejňované aj ďalšie štatistiky obehu eurových bankoviek a mincí (napríklad mesačné údaje o zostatkoch a tokoch eurových bankoviek a mincí v obehu a údaje o počte a hodnote bankoviek, pri ktorých bola skontrolovaná pravosť a upotrebitelnosť). V rámci spoločného rámca Eurosystemu pre poskytovanie údajov sú v súčasnosti pravidelne publikované aj zdokonalené harmonizované indikátory konkurencieschopnosti krajín eurozóny založené na

13 Vytvorenie predbežného zoznamu finančných spoločností osobitného účelu umožnilo začatie krízového porovnávania s ostatnými súbormi údajov a následné vytvorenie predbežnej analýzy najnovšieho vývoja v tejto oblasti.

14 Nariadenie ECB/2008/32 z 19. decembra 2008 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie).

15 V najbližšom čase vyjde nariadenie upravujúce nariadenie ECB/2001/18 o štatistike úrokových sadziieb uplatňovaných peňažnými finančnými inštitúciami na vklady a úvery poskytované fyzickým osobám a nefinančným spoločnostiam.

16 Nariadenie ECB/2008/30 z 19. decembra 2008 o štatistike aktív a pasív finančných spoločností osobitného účelu zaoberajúcich sa sekuritizačnými transakciami.

17 Určené nariadením ECB/2007/8 o štatistike aktív a pasív investičných fondov (iných ako fondov peňažného trhu).

indexoch spotrebiteľských cien, deflátorov HDP a jednotkových nákladov práce. Ich úlohou je poskytovať porovnateľné údaje o vývoji cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti krajín eurozóny, ktoré zodpovedajú zmenám reálnych efektívnych výmenných kurzov eura.

ECB naďalej zdokonaľuje svoju štatistiku krátkodobých európskych cenných papierov (Short-Term European Paper – STEP). Tá predstavuje najmä objemy a výnosy krátkodobých dlhových cenných papierov na primárnych trhoch vydaných v rámci programov označených ako STEP (príslušná časť kapitoly 4). Podrobné údaje o tokoch a zásobách, vrátane stavov v rámci jednotlivých programov STEP, by mali byť zverejnené v prvej polovici roku 2009.

Zverejnená bola aj nová bilančná štatistika PFI ako doplnok menovej analýzy. Po zvýšení dostupnosti údajov finančných účtov ECB napríklad začala zverejňovať sektorové štatistiky nástrojov M3 v držbe nefinančných spoločností, domácností (vrátane neziskových organizácií slúžiacich domácnostiam), iných finančných sprostredkovateľov (vrátane investičných fondov), poisťovní a penzijných fondov. Časové rady sú tiež dostupné od prvého štvrtroku 1999.

V septembri 2008 Rada guvernérov schválila uskutočnenie prieskumu v rámci Eurosystemu o financiách a spotrebe domácností v krajinách eurozóny. Cieľom tohto projektu je zaplniť významnú medzeru v dostupných údajoch o finančnej situácii v sektore domácností, čím by sa následne doplnila makroekonomická štatistika (napríklad o informácie o aktívach a pasívach domácností v eurozóne). Pripravuje sa aj prieskum o dostupnosti financií pre malé a stredné podniky, ktorý by sa mal uskutočniť v spolupráci s Európskou komisiou. ESCB okrem toho pracovala na zdokonaľovaní centralizovanej databázy cenných papierov (Centralised Securities Database – CSDB). CSDB obsahuje referenčné údaje o jednotlivých cenných papieroch používané ESCB na štatistické účely a zohráva kľúčovú úlohu v procese vykazovania podľa jednotlivých cenných papierov. Systémy zbierajúce údaje podľa jednotli-

vých položiek majú potenciál významne uľahčiť respondentom proces vykazovania a zároveň zvýšiť kvalitu a flexibilitu štatistik eurozóny. Túto databázu už využíva niekoľko NCB na kompilovanie národných finančných štatistik. Na databáze sa ďalej pracuje.

## 4.2 ĎALŠÍ VÝVOJ V ŠTATISTICKEJ OBLASTI

Naďalej pokračuje aktualizácia dvoch rámcových predpisov o zbere, kompilovaní a šírení štatistik v Európe, ktoré vydal Európsky štatistický systém (European Statistical System – ESS, partnerský program medzi Eurostatom a národnými štatistickými inštitúciami) a ESCB. Úzka spolupráca medzi ESCB a ESS vyústila do viacerých vzájomných ustanovení v oboch konceptoch právnych predpisov, najmä v oblasti výmeny dôverných štatistických informácií medzi ESCB a ESS. V septembri 2008 ECB vydala odporúčanie k nariadeniu Rady meniacemu a dopĺňajúcemu nariadenie Rady (ES) č. 2533/98 o zbere štatistických informácií Európskou centrálnou bankou.<sup>18</sup>

Od roku 2007 ECB a Eurostat vydávajú pravidelné integrované štvrťročné finančné a nefinančné účty eurozóny v sektorovom členení. V roku 2008 sa začali práce na zdokonaľovaní včasnosti, úplnosti a celistvosti tohto rozsiahleho makroekonomického účtovného rámca.

Rozširovanie štatistik sa skvalitnilo uverejňovaním ďalších štatistických tabuliek za eurozónu a všetkých príslušných národných údajov na internetových stránkach ECB a NCB. Rozširovanie zahŕňalo: i) zoznamy PFI, ii) štatistiku úrokových sadzieb PFI, iii) platobné štatistiky a iv) podrobné údaje o HICP a HDP. Časť internetovej stránky ECB Statistical Data Warehouse (SDW) sa stáva obľúbeným nástrojom prístupovania k štatistikám eurozóny na internete. V roku 2008 boli do SDW doplnené ďalšie štatistiky finančných trhov a počet používateľov SDW sa zdvojnásob-

<sup>18</sup> [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf)



bil na približne 40 000 používateľov za mesiac. Súčasťou zdokonalenej komunikačnej stratégie v oblasti štatistik eurozóny bolo aj spustenie nového interaktívneho nástroja na vizualizáciu údajov o inflácii na internetovej stránke ECB. Vo viacerých pravidelných publikáciách ECB bol okrem toho použitý širší okruh štatistik a ukazovateľov, ako napríklad v „Euro money market survey“, v správe „Financial integration in Europe“ alebo v prehľade o finančnej stabilite „Financial Stability Review“.

V roku 2008 bolo publikovaných niekoľko dokumentov, ktoré zvýšili povedomie o štatistikách ECB a ESCB, ich správe a kvalite. Dôkazom transparentnosti ECB v tejto oblasti je dokument „ECB Statistical Quality Framework“ a postupy na udržiavanie kvality,<sup>19</sup> aktualizovaná publikácia „ECB statistics – an overview“<sup>20</sup> a publikácia obsahujúca závery zo štvrtej štatistickej konferencie ECB<sup>21</sup>.

ECB pokračovala v úzkej spolupráci s Eurostatom a ďalšími medzinárodnými organizáciami (napríklad pri príprave spoločnej správy „Status report on information requirements in EMU“ z roku 2008 alebo pri úprave manuálu Eurostatu „ESA95 manual on government deficit and debt“) a zohrávala dôležitú úlohu v aktualizácii svetových štatistických štandardov (prácou na Systéme národných účtov 93, Manuáli platobnej bilancie MMF a referenčnej definícii priamych zahraničných investícií OECD). ECB podporuje Eurostat v revízii ESA 95, ktorý usmerňuje viacero politických rozhodnutí na európskej úrovni. ECB tiež podporuje a implementuje svetové technické štandardy v oblasti výmeny údajov. Spolu s národnými centrálnymi bankami, MMF a BIS okrem toho vytvorila príručku štatistiky cenných papierov. ECB tiež vydala aktualizovanú verziu svojej Príručky štatistiky vládnych financií (Government finance statistics guide).<sup>22</sup>

Štatistiky eurozóny boli upravené tak, aby zohľadňovali vstup Cypru a Malty do eurozóny 1. januára 2008. Vďaka dlhodobej príprave týchto krajín, ktorá sa v úzkej spolupráci s ECB a ostatnými členskými štátmi začala ešte

pred ich vstupom do EÚ, neboli pritom zaznamenané žiadne problémy. Podobne ako v minulých rokoch, štatistika zohrávala kľúčovú úlohu v monitorovaní konvergenencie členských štátov EÚ, ktoré ešte nie sú členmi eurozóny. ECB spolu s centrálnymi bankami týchto členských štátov asistovala Eurostatu v poskytovaní dlhodobých štatistik úrokových sadzieb a výmenných kurzov, a tiež zbierala a kompilovala dodatočné štatistiky dopĺňajúce štyri primárne ukazovatele konvergenencie v Konvergenčnej správe ECB 2008 (prislúšná časť v kapitole 3).

#### 4.3 STREDNODOBÝ PRACOVNÝ PROGRAM V OBLASTI ŠTATISTIKY ECB (2009 – 2012)

Strednodobý pracovný program v oblasti štatistiky ECB (2009 – 2012) bol v júli 2008 zverejnený na internetovej stránke ECB.<sup>23</sup> Je výsledkom podrobnej analýzy a cieľov ďalej zvyšovať účinnosť a efektívnosť zberu a kompilácie štatistik eurozóny pri využití zvýšenej efektívnosti na zaplnenie zostávajúcich medzier. Vylepšenia budú okrem iného vo forme: i) podrobnejšej štatistiky držby cenných papierov, ii) kvalitnejších údajov o úverových derivátoch, iii) kompilácie včasných štvrťročných štatistik o poisťovníach a penzijných fondoch a iv) lepšieho opätovného využívania dostupných mikroúdajov na štatistické účely. Posledné spomenuté zahŕňa údaje získané z finančných výkazov podnikov uložených v národných úradoch sústredzujúcich bilančné údaje a informácie dostupné z centrálnych úverových registrov. Spolu s Výborom európskych orgánov bankového dohľadu sa okrem toho začali práce na dosiahnutí súladu medzi požiadavkami orgánov dohľadu a štatistickými požiadavkami na vykazovanie úverových inštitúcií. ESCB okrem toho pokračuje v odhadovaní štatistických požiadaviek vyplývajúcich z turbulencií na finančných

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

trhoch. Táto stratégia si v strednodobom horizonte vyžiada intenzívnejšiu spoluprácu medzi všetkými zainteresovanými stranami, konkrétne štatistickými oddeleniami NCB a ECB a externými partnermi, ktorými sú štatistické inštitúty, orgány dohľadu a predstavitelia finančného sektora.

## 5 EKONOMICKÝ VÝSKUM

Medzi hlavné funkcie výskumu uskutočňovaného na pôde ECB a Eurosystému ako celku patrí predkladanie výsledkov výskumu, ktoré sú relevantné z hľadiska poskytovania strategického poradenstva v oblasti menovej politiky a výkonu ostatných úloh Eurosystému, navrhovanie a implementácia príslušných modelov a analytických nástrojov, udržiavanie a používanie ekonometrických modelov na ekonomické prognózy a porovnávanie účinkov alternatívnych politík a komunikácia s akademickou obcou, napríklad publikovaním výsledkov výskumu v karentovaných odborných časopisoch a organizovaním výskumných konferencií.

### 5.1 PRIORITY A VÝSLEDKY VÝSKUMU

Ekonomický výskum sa v ECB vykonáva centralizovaným spôsobom. Všetky príslušné odborné útvary môžu realizovať výskumné projekty podľa svojich potrieb a odborných znalostí. Generálne riaditeľstvo pre výskum okrem vykonávania samotného vysokokvalitného výskumu zohráva ústrednú úlohu aj pri jeho koordinácii. Zástupca riaditeľstva predsedá Výboru pre koordináciu výskumu (Research Coordination Committee), ktorý zosúladzuje výskumnú činnosť ECB s požiadavkami tejto inštitúcie. Výbor každý rok stanovuje prioritné oblasti.

V roku 2008 boli za hlavné priority výskumu určené tieto oblasti: vývoj prognostických modelov; zlepšovanie menovej analýzy; pochopenie fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky; finančná stabilita; efektívnosť európskeho finančného systému a medzinárodné a fiškálne otázky.

V oblasti vývoja prognostických modelov pokračoval v roku 2008 celý rad prebiehajúcich projektov a začali sa realizovať aj niektoré nové projekty. V oblasti projekcií sa zaviedol nový model pre celú eurozónu (New Area-Wide Model – NAWM), ktorý sa využíval na vytváranie centrálnych projekcií i na analýzu scenárov. Ďalej sa vylepšil model Christiana, Motta a Rostagna, ktorý sa využil pri viacerých simuláciách menovej politiky, zameraných na

správanie finančných trhov. Obidva modely sú príkladmi dynamických stochastických rovnovážnych modelov (dynamic stochastic general equilibrium – DSGE), ktoré sa čoraz častejšie bežne využívajú pri výkone menovej politiky centrálnych bánk. Interne boli vyvinuté i ďalšie modely DSGE na riešenie špecifických problémov menovej politiky. Práce, ktoré sa začali na prelome rokov 2006 a 2007 v oblasti dlhodobých prognostických nástrojov, sa ukončili v roku 2008 využívaním týchto nástrojov pri pravidelnom hodnotení hospodárskeho vývoja a prácach na príprave menovej politiky. Výskumné práce na existujúcich a nových prognostických nástrojoch budú pokračovať do roku 2009.

Počas roku 2008 sa zaviedol nový spôsob vytvárania intervalov projekcií, ktorý sa použil pri tvorbe makroekonomických projekcií odborníkov ECB a Eurosystému uverejnených v septembri a decembri. Neistota prognóz bude stredobodom záujmu aj v roku 2009.

Výskum v oblasti menovej analýzy sa sústredil na vývoj a využitie kvantitatívnych metód menovej analýzy s dôrazom na zabezpečovanie vysokokvalitných analytických nástrojov slúžiacich na prípravu rozhodnutí menovej politiky. Práce sa zameriavali na vývoj modelov inflácie vychádzajúcich z peňažných ukazovateľov a na analýzu dopytu po peniazoch, ako aj na navrhovanie menových scenárov zo štrukturálneho hľadiska. V tejto súvislosti sa vo veľkej miere využíval model Christiana, Motta a Rostagna. Osobitná pozornosť sa venovala využívaniu rozličných štrukturálnych modelov a ďalších nástrojov na krížovú kontrolu výsledkov.

Pokiaľ ide o transmisný mechanizmus menovej politiky, skupina Wage Dynamics Network (WDN), zložená z výskumných pracovníkov ESCB, predstavila výsledky svojej práce na konferencii, ktorá sa konala v júni 2008. Skupina WDN skúmala vlastnosti a zdroje dynamiky miezd v eurozóne a ich vzťah k cenám tak na úrovni agregátov, ako aj na mikroúrovni. Jedným z dôležitých výsledkov tejto siete v roku 2008 bol prieskum miezd, mzdových nákladov a správania v oblasti

cenotvorby na úrovni spoločností, ktorý uskutočnila táto sieť medzi spoločnosťami zo 17 krajín.

Prieskum financovania a spotreby domácností za celú eurozónu (časť 4 tejto kapitoly), ktorý pripravila skupina Eurosystemu, sa bude týkať mikroekonomických informácií o celej škále rozhodnutí domácností súvisiacich s držbou nehnuteľností a finančných aktív, prijímaním úverov, prístupmi k rizikám, zamestnanosťou, príjmami, dôchodkami, prevodmi medzi generáciami, darmi, spotrebou a úsporami. Predpokladá sa, že zber údajov sa začne začiatkom roku 2009 a bude sa uskutočňovať vo viacerých krajinách eurozóny. Očakáva sa, že v budúcnosti budú nekonkretizované mikroekonomické údaje za eurozónu o financovaní a spotrebe domácností sprístupnené výskumným pracovníkom. Výskum týkajúci sa financovania a spotreby domácností bol prezentovaný na konferencii, ktorú v septembri 2008 zorganizovalo Centrum pre finančné štúdie (Center for Financial Studies) v spolupráci s ECB. Medzi ostatné témy, ktoré sa analyzovali v tejto oblasti výskumu, patrila komunikačná politika centrálnych bánk, monitorovanie finančných trhov, trhy s nehnuteľnosťami, úloha bánk a úverov v transmisnom mechanizme menovej politiky a heterogenosť eurozóny z rozličných uhlov.

Skúmali sa aj otázky finančnej stability a ich vplyv na menovú politiku, najmä v kontexte prác vykonaných pri príprave správy ECB o finančnej stabilite (Financial Stability Review). Analýza finančného systému prebiehala v dvoch líniiach: v línii integrácie kapitálových trhov a v línii ich vývoja. Výskum sa zaoberal aj interakciou úverových a trhových rizík.

V oblasti platobných a zúčtovacích systémov ECB spojila sily s niekoľkými pracovníkmi centrálnych bánk (konkrétne z Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada a De Nederlandsche Bank) a s akademickou obcou, aby vytvorila neformálnu skupinu zaoberajúcu sa ekonomikou platobných systémov (Payment Economics

Network). Táto skupina sa zameriava na zvyšovanie informovanosti o výskume v oblasti platobných systémov a systémov vyrovnávania obchodov s cennými papiermi a upevňuje vzťahy medzi výskumom a praxou v tejto oblasti. Na internetovej stránke tejto skupiny<sup>24</sup> sú odkazy na odborné štúdie, dokumenty týkajúce sa príslušných politík, podrobné informácie o pripravovaných konferenciách, ako aj o konferenciách, ktoré sa už konali, i informácie o výskumných projektoch v tejto oblasti.

V rámci výskumných priorít v oblasti medzinárodných otázok boli ťažiskovými témami najmä globálne nerovnováhy a medzinárodná úloha eura. V roku 2008 sa konal seminár o globálnych nerovnováhach za účasti vysokých predstaviteľov. Práce na tému Medzinárodná úloha eura sa zameriavali na vzťah medzi fakturačnou menou a prenosom výmenných kurzov. Výsledky týchto prác budú uverejnené v správe „Review of the international role of the euro“. V zmysle tejto výskumnej priority sa model NAWM rozšíril o oblasť zahraničia.

## 5.2 ŠÍRENIE VÝSLEDKOV VÝSKUMU: PUBLIKÁCIE A KONFERENCIE

Rovnako ako v predchádzajúcich rokoch sa výsledky výskumu pracovníkov ECB aj v roku 2008 uverejňovali v rade publikácií Working Papers a Occasional Papers. V roku 2008 sa uverejnilo 141 prác v rade Working Papers a 22 prác v rade Occasional Papers. Pracovníci ECB boli autormi alebo spoluautormi celkového počtu 116 prác uverejnených v rade Working Papers, zatiaľ čo zvyšok pripravili účastníci konferencií a workshopov, ktorí pracovali v rámci výskumných skupín alebo absolvovali stáž v ECB v súvislosti s dokončením výskumného projektu. Očakáva sa, že väčšina týchto prác sa nakoniec uverejní v špičkových, tzv. karentovaných vedeckých časopisoch, čo sa už stáva pravidlom. V roku 2008 pracovníci ECB uverejnili vyše 30 článkov vo vedeckých časopisoch.

<sup>24</sup> <http://www.paymenteconomics.org>

Pravidelnou publikáciou ECB je aj Research Bulletin, ktorý sa využíva na oboznámenie širšieho publika s výsledkami výskumu všeobecného záujmu. V roku 2008 sa zamerlal na turbulencie na úverových trhoch, charakteristické znaky hospodárskych cyklov eurozóny, bytovú výstavbu a spotrebu, ako i na dynamiku inflácie v jednotlivých regiónoch.

ECB zorganizovala asi 15 konferencií a workshopov zameraných na skúmané oblasti, resp. podieľala sa na ich organizovaní. Ďalšími spoluorganizátormi boli Centrum pre výskum hospodárskej politiky (Centre for Economic Policy Research — CEPR) a iné centrálné banky tak z Eurosystemu, ako aj mimo neho. V rámci ECB sa konal veľký počet workshopov a seminárov, ktorých cieľom bolo šíriť výsledky výskumu. Podobne ako v predchádzajúcich rokoch sa väčšina konferencií a workshopov týkala konkrétnych prioritných oblastí výskumu. Programy týchto podujatí a prednesené príspevky sú dostupné na internetovej stránke ECB.

Konferencie a workshopy sa týkali celého radu tém. Finančným témam sa venovalo sedem z nich. Dve podujatia sa zaoberali následkami turbulencií na finančných trhoch, na sponzorovaní jedného z nich sa podieľala aj Federal Reserve Bank of Chicago, a ďalšie podujatia sa zaoberali finančnou integráciou. Druhá skupina konferencií a workshopov sa venovala rôznym aspektom fungovania peňažných a retailových trhov. Piata konferencia Medzinárodného výskumného fóra pre menovú politiku (International Research Forum on Monetary Policy) (ktorú sponzorovali Federal Reserve Board, Georgetown University a frankfurtská univerzita), ktorá sa konala v júni 2008, analyzovala témy menovej politiky. Ďalšie konferencie sa zaoberali otázkami zberu údajov (ktoré sponzorovalo centrum CEPR prostredníctvom skupiny Euro Area Business Cycle Network), trhmi práce a prvým desaťročím existencie eura.

Ďalším mechanizmom šírenia výsledkov výskumu bolo organizovanie seminárnych cyklov, z ktorých dva mali osobitný význam. tzv. „Joint Lunchtime Seminars“, organizované

v spolupráci s Deutsche Bundesbank a Centrom pre finančné štúdie, a tzv. „Invited Speakers Seminars“. V prípade týchto dvoch cyklov ide o týždenné semináre, na ktoré sa pozývajú externí vedeckí pracovníci, aby na pôde ECB prezentovali svoje najnovšie práce. ECB organizuje aj účelovo zamerané semináre, ktoré sa orientujú na iné oblasti ako uvedené dva cykly.

## 6 OSTATNÉ ÚLOHY A ČINNOSTI

### 6.1 DODRŽIAVANIE ZÁKAZU MENOVEHO FINANCOVANIA A ZVÝHODNENÉHO PRÍSTUPU

Podľa článku 237 (d) zmluvy je ECB poverená úlohou monitorovať dodržiavanie zákazov vyplývajúcich z článkov 101 a 102 zmluvy a nariadení Rady (ES) č. 3603/93 a 3604/93 zo strany všetkých 27 národných centrálnych bánk EÚ a zo strany ECB. Článok 101 zakazuje ECB a národným centrálnym bankám poskytovať vládam a inštitúciám alebo orgánom Spoločenstva možnosť prečerpania účtov alebo akýkoľvek iný typ úveru, ako aj priamo od nich kupovať dlhové nástroje. Článok 102 zakazuje akékoľvek opatrenie, ktorým by sa bez predchádzajúceho obozretného zváženia umožnil vládam a inštitúciám alebo orgánom Spoločenstva zvýhodnený prístup k finančným inštitúciám. Popri Rade guvernérov monitoruje dodržiavanie uvedených ustanovení členskými štátmi aj Európska komisia.

ECB monitoruje aj nadobúdanie dlhových nástrojov vydaných domácim verejným sektorom, verejným sektorom ostatných členských štátov a inštitúciami a orgánmi Spoločenstva 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 101 zmluvy. Takáto forma nadobúdania sa nesmie stať formou nepriameho menového financovania verejného sektora.

Na základe informácií poskytnutých 27 národnými centrálnymi bankami ESCB a ECB výsledky monitorovania za rok 2008 potvrdzujú, že s výnimkou jedného prípadu sa ustanovenia článku 101 a 102 zmluvy a súvisiacich nariadení Rady počas sledovaného obdobia vo všeobecnosti dodržiavali.

De Nederlandsche Bank vykázala vnútrodenné prečerpanie, ktoré malo za následok jednodňové porušenie zákazu menového financovania stanoveného zmluvou, ktoré však bolo okamžite napravené.

### 6.2 PORADNÉ FUNKCIE

Článok 105 ods. 4 zmluvy vyžaduje, aby sa s ECB konzultovali všetky navrhované legislatívne akty Európskeho spoločenstva a národné legislatívne akty spadajúce do oblasti jej pôsobnosti.<sup>25</sup> Prípady, keď sa návrhy právnych predpisov majú prijať v skrátanom konaní, nemajú vplyv na povinnosť konzultovať s ECB. Okrem toho by prijatie právnych predpisov vo veľmi krátkom čase po podaní žiadosti o konzultácie malo byť možné len vo výnimočných prípadoch, ako je napríklad súčasné obdobie turbulencií na finančných trhoch. Všetky stanoviská ECB sú uverejnené na jej internetovej stránke.

V roku 2008 prijala ECB 92 stanovísk. Jedenásť z nich bolo odpoveďou na konzultácie inštitúcií EÚ a 81 na konzultácie národných orgánov. Na porovnanie, v roku 2007 sa uskutočnilo 43 konzultácií. Zoznam stanovísk prijatých v roku 2008 a na začiatku roka 2009 tvorí prílohu tejto výročnej správy.

Obzvlášť významné sú nasledujúce stanoviská ECB, vydané na požiadanie Rady EÚ.

ECB vydala stanovisko<sup>26</sup> k návrhu na zmenu smernice o konečnom zúčtovaní<sup>27</sup> a smernice o finančných zárukách<sup>28</sup>. Zmeny sa týkajú ochrany nočného zúčtovania a navzájom prepojených systémov podľa smernice o konečnom zúčtovaní z dôvodu očakávaného zvýšenia vzájomného pôsobenia vyplývajúceho zo smernice o trhoch s finančnými nástrojmi a Európskeho kódexu správania v oblasti zúčtovania a vysporiadania. Medzi kategóriami finančného kolaterálu, ktoré sa môžu predkladať na základe smernice o finančných zárukách, sa v návrhu uvádzajú

25 Podľa protokolu o niektorých opatreniach týkajúcich sa Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska pripojeného k zmluve sa povinnosť konzultovať s ECB na Spojené kráľovstvo nevzťahuje, Ú. v. ES C 191, 29.7.1992, s. 87.

26 CON/2008/37.

27 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 98/26/ES z 19. mája 1998 o konečnom zúčtovaní v platobných systémoch a zúčtovacích systémoch cenných papierov, Ú. v. ES L 166, 11. 6. 1998, s. 45.

28 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2002/47/ES zo 6. júna 2002 o dohodách o finančných zárukách, Ú. v. ES L 168, 27. 6. 2002, s. 43.

aj úverové pohľadávky, ktoré sú akceptovateľné ako zábezpeka v úverových obchodoch centrálnej banky; cieľom je uľahčiť ich používanie v rámci celej EÚ. V tomto stanovisku ECB návrh privítala a navrhla, aby sa definícia „systému“ rozšírila tak, aby i) výslovne zahŕňala systémy zriadené na základe právnych aktov ECB a aby ii) umožňovala ECB určiť tieto systémy. Navrhla aj zahrnutie úverových pohľadávok do rozsahu pôsobnosti smernice o finančných zárukách podľa jednej všeobecnej definície, ktorá by nesúvisela s akceptovateľnosťou týchto pohľadávok centrálnymi bankami, a odporúčala harmonizáciu niektorých prvkov kolíznych noriem o úverových pohľadávkach v EÚ.

ECB poskytla konzultácie aj k návrhu smernice o kapitálových požiadavkách<sup>29</sup>, pokiaľ ide o banky pridružené k centrálnym inštitúciám a niektoré položky vlastných zdrojov.

ECB vydala stanovisko<sup>30</sup> k návrhu smernice o elektronických peniazoch<sup>31</sup>, ktorej cieľom je otvoriť trh vydávania elektronických peňazí prostredníctvom inštitúcií elektronického peňažníctva (electronic money institutions – ELMI). ECB podporila revíziu tejto smernice, ale vyjadrila vážne obavy zo zmeny povahy ELMI na „finančné inštitúcie“, ako sú definované v novelizovanom znení smernice 2006/48/ES<sup>32</sup>, pretože by to malo ďalekosiahle dôsledky pre výkon menovej politiky. Navrhovaná smernica vzbudzuje obavy aj z hľadiska dohľadu, pretože zmierňuje režim dohľadu nad ELMI, ale zároveň rozširuje rozsah činností, ktoré ELMI môžu vykonávať.

Pokiaľ ide o Lamfalussyho rámec<sup>33</sup>, v rámci procesu objasnenia a rozšírenia rozsahu úloh výborov úrovne 3 (Výbor európskych orgánov bankového dohľadu (Committee of European Banking Supervisors – CEBS), Výbor európskych orgánov dohľadu nad poisťovníctvom a pracovnými dôchodkami (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS) a Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (Committee of European Securities Regulators – CESR)) ECB poskytla konzultácie k návrhu

rozhodnutia Komisie, ktorým sa zriaďuje výbor CEBS a ktorým sa nahrádza rozhodnutie Komisie 2004/10<sup>34</sup>. ECB vo svojom stanovisku<sup>35</sup> privítala navrhované zmeny a doplnenia a zdôraznila, že jej špecifické vyjadrenia neboli na úkor možných budúcich príspevkov do širšej diskusie, napríklad vo vzťahu k skupine na vysokej úrovni pod vedením Jacquesa de Larosiéra. ECB navrhla niekoľko zmien a doplnení návrhu rozhodnutia, najmä čo sa týka účasti ECB a Výboru pre bankový dohľad na niektorých úlohách CEBS. ECB odporučila, aby sa zabezpečil súlad medzi ustanoveniami návrhu rozhodnutia a ustanoveniami stanov CEBS vo vzťahu k hlasovacej procedúre a navrhla, aby vždy, keď je to možné, Komisia tieto pripomienky zohľadnila pri návrhoch rozhodnutí týkajúcich sa ostatných dvoch výborov úrovne 3, ku ktorým ECB nebude poskytovať konzultácie.

ECB vydala stanovisko<sup>36</sup> k návrhu nariadenia o cezhraničných platbách, ktorým sa nahrádza nariadenie (ES) č. 2560/2001<sup>37</sup>. Aj keď ECB privítala zahrnutie priamych cezhraničných inkás do navrhovaného nariadenia, upozornila na to, že otázky vykazovania platobnej bilancie treba dôkladne zvážiť. V tomto kontexte je dôležité, aby sa vyhovelo požiadavkám používateľov štatistiky platobnej bilancie za eurozónu a za jednotlivé štáty, a aby sa zabezpečilo včasné vytvorenie

29 Smernicu o kapitálových požiadavkách tvorí smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/48/ES zo 14. júna 2006 o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií (prepracované znenie), Ú. v. EÚ L 177, 30.6.2006, s. 1, a smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/49/ES zo 14. júna 2006 o kapitálovej primeranosti investičných spoločností a úverových inštitúcií (prepracované znenie), Ú. v. EÚ L 177, 30.6.2006, s. 201.

30 CON/2008/84.

31 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2000/46/ES z 18. septembra 2000 o začatí a vykonávaní činností a dohľade nad obozretným podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva, Ú. v. ES L 275, 27. 10. 2000, s. 39.

32 Článok 4 ods. 1 a ods. 5 smernice 2006/48/ES, ako je uvedené v poznámke 30.

33 Podrobnejšie informácie sú uvedené v kapitole 4, časť 2.

34 Rozhodnutie Komisie 2004/10/ES z 5. novembra 2003, ktorým sa zriaďuje Európsky bankový výbor, Ú. v. EÚ L 3, 7. 1. 2004, s. 36.

35 CON/2008/63.

36 CON/2009/1.

37 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (ES) č. 2560/2001 o cezhraničných platbách v eurách, Ú. v. ES L 344, 28. 12. 2001, str. 13.

jednotnej oblasti platieb v eurách (SEPA). Vývoj v oblasti SEPA poukazuje na to, že systémy vykazovania platobnej bilancie založené najmä na údajoch o platbách nie je možné ponechať, pretože tieto údaje sa týkajú platieb v eurách v rámci EÚ. Reforma týchto systémov môže priniesť zníženie zaťaženia bánk v oblasti vykazovania bánk, ale zároveň vyššiu záťaž z hľadiska vykazovania pre nebankové subjekty, ktorá by mala byť čo najnižšia. Malo by sa tiež zabezpečiť, aby sa štatistiky o platobnej bilancii zostavovali aj naďalej osobitne spoľahlivo a s periodicitou a včasnosťou, tak ako to ECB potrebuje na výkon svojej menovej politiky.

ECB vydala stanovisko<sup>38</sup> k zmenám a doplneniam smernice o systémoch ochrany vkladov<sup>39</sup>, ktorej cieľom je zvýšiť dôveru vkladateľov zvýšením minimálnej úrovne pokrytia v týchto systémoch a znížením maximálneho omeškania pri vyplácaní garantovaných vkladov. ECB podporila tieto ciele, ale zároveň zdôraznila, že dôvera v systémy ochrany vkladov by sa mala zachovať zavedením efektívnych prevádzkových postupov na overovanie nárokov a vyplácanie vkladov vkladateľom, zabezpečením, aby bol k dispozícii dostatok finančných prostriedkov, a zvyšovaním informovanosti vkladateľov o podmienkach ochrany vkladov. Všetky prípadné opatrenia musia rešpektovať zákaz menového financovania podľa článku 101 zmluvy.<sup>40</sup> ECB očakáva, že aj v roku 2009 prispeje k práci v tejto oblasti.

Národné orgány naďalej konzultovali s ECB otázky týkajúce sa NCB, najmä zmeny a doplnenia štatútov NCB Belgicka, Bulharska, Českej republiky, Nemecka, Estónska, Španielska, Luxemburska, Maďarska, Rumunska a Švédska.<sup>41</sup> V súvislosti s navrhovanými zmenami a doplneniami zákona o Deutsche Bundesbank ECB poznamenala, že členský štát nesmie obmedzovať spôsobilosť NCB zamestnávať a udržať si kvalifikovaných zamestnancov, ktorých NCB potrebuje na nezávislé vykonávanie úloh, ktoré pre ňu vyplývajú zo zmluvy a zo Štatútu ESCB, a že NCB nemôže byť postavená do pozície, v ktorej by vláda mohla ovplyvňovať jej personálnu politiku.<sup>42</sup> ECB informovala, že by privítala revíziu

navrhovaných zmien a doplnení rozšírením právomocí Výkonnej rady Deutsche Bundesbank tak, aby mohla prijímať pracovné predpisy v personálnej oblasti. V súvislosti s navrhovanými zmenami a doplneniami Štatútu Banca Națională a României ECB vyjadrila stanovisko, že by sa nimi značne obmedzila nezávislosť centrálnej banky, najmä v dôsledku požiadavky, aby výročnú správu Banca Națională a României schvaľoval parlament, a tiež umožnením, aby zamestnanci centrálnej banky boli osobne zodpovední za straty.<sup>43</sup> Vo svojom stanovisku k finančnej nezávislosti Sveriges Riksbank v kontexte kapitálovej štruktúry a rozdeľovania zisku ECB zdôraznila, že do zriadenia ESCB dňa 1. júna 1998 bolo Švédsko povinné uviesť do platnosti potrebné úpravy, aby splnilo príslušné ustanovenia zmluvy a Štatútu ESCB, ktoré sa týkajú nezávislosti centrálnych bánk.<sup>44</sup> ECB navyše zdôraznila, že všetky legislatívnej reformy mali mať za cieľ postupne dosiahnuť súlad so štandardmi Eurosystemu. ECB okrem toho predložila jedno stanovisko z vlastnej iniciatívy k reforme gréckeho systému sociálneho zabezpečenia, pretože ECB sa domnievala, že navrhované ustanovenia by mohli ovplyvniť postavenie Bank of Greece ako nezávislého orgánu.<sup>45</sup> Penzijný fond Bank of Greece sa začlenil do štátom spravovaného penzijného fondu a od banky sa vyžadovalo, aby počas 15 rokov do neho každoročne prispievala sumou 23 mil. €. Príslušné ustanovenia zákona oprávňovali k úvahám o ich možnom vplyve na nezávislosť centrálnej banky vrátane finančnej nezávislosti, ako aj o zákaze menového financovania.

ECB uskutočnila dve konzultácie s Luxemburskom k návrhu zákona o zlepšení legisla-

38 CON/2008/70.

39 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 94/19/ES z 30. mája 1994 o systémoch ochrany vkladov, Ú. v. ES L 135, 31. 5. 1994, s. 5.

40 Výklad v zmysle nariadenie Rady (ES) č. 3603/93 z 13. decembra 1993, ktorým sa stanovujú definície na uplatňovanie zákonov uvedených v článkoch 104 a 104 písm. b) ods. 1 zmluvy, Ú. v. ES L 332, 31.12.1993, str. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82 [MT], CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 a CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.



tívneho rámca pre Luxemburg ako finančné centrum a k zmenám a doplneniam zákona o situácii v menovej oblasti a o Banque centrale du Luxembourg.<sup>46</sup> V stanovisku privítala posilnenie úlohy Banque centrale du Luxembourg udržiavať finančnú stabilitu a vytvorenie právneho základu pre možné predĺženie núdzového poskytovania likvidity touto bankou.

V oblasti platobných systémov a zúčtovacích systémov Poľsko konzultovalo s ECB návrh zákona, ktorým sa mení a dopĺňa zákon o finančných nástrojoch a ďalšie právne predpisy.<sup>47</sup> ECB v súlade s predchádzajúcimi stanoviskami odporúčala výslovné ustanovenia týkajúce sa právomoci NCB v oblasti dohľadu nad platobnými a zúčtovacími systémami.

V oblasti finančného dohľadu Fínsko konzultovalo s ECB legislatívny návrh o integrácii finančného dohľadu a dohľadu nad poisťovníctvom.<sup>48</sup> ECB podporila posilnenie štruktúry dohľadu, ale zdôraznila potrebu zabezpečenia rozpočtových dojednaní, mechanizmu vyplácania náhrad, ako aj vykonávania auditu a vykazovania. ECB v súlade s predchádzajúcimi stanoviskami konštatovala, že spolupráca a výmena informácií medzi orgánmi dohľadu a centrálnymi bankami bola pre výkon monitorovania obozretného podnikania a na účely dohľadu nad platobnými systémami nevyhnutná. V oblasti finančnej stability Poľsko konzultovalo s ECB návrh zákona, ktorým sa mení a dopĺňa zákon o fonde na ochranu vkladov.<sup>49</sup> ECB nanovo formulovala kritéria, umožňujúce NCB poskytnúť národným systémom ochrany vkladov úver a zdôraznila význam efektívnej koordinácie týchto systémov.

V kontexte globálnej finančnej krízy ECB vydala veľký počet stanovísk<sup>50</sup> k národným záchranným opatreniam týkajúcim sa štátnych záruk, rekapitalizácie ohrozených bánk, odkúpenia bankových aktív a systémov ochrany vkladov. ECB v tejto súvislosti zdôraznila význam koordinovaného prístupu v súlade so zosúlade-

ným akčným plánom prijatým 12. októbra 2008 na úrovni hláv štátov a vlád eurozóny (najmä pokiaľ ide o ustanovenia o štátnej pomoci) a zdôraznila, že úloha štátu ako akcionára by mala byť časovo obmedzená.<sup>51</sup>

Pri príležitosti zavedenia eura Slovensko s ECB konzultovalo návrh vnútroštátnych právnych predpisov o duálnom zobrazovaní cien a pravidlách zaokrúhľovania.<sup>52</sup> ECB pripomenula význam zásad cenovej neutrality a kontinuity právnych nástrojov a odporúčala prístup, ktorý by bol v súlade s porovnateľnými prípadmi týkajúcimi sa metodík a postupov zaokrúhľovania.

Od roku 2008 sa vo výročných správach uverejňujú aj informácie o najvýznamnejších prípadoch zrejmeho a významného nedodržania povinnosti konzultovať s ECB návrhy vnútroštátnych právnych predpisov i právnych predpisov Európskeho spoločenstva. Okrem reformy gréckeho systému sociálneho zabezpečenia, ku ktorému, ako už bolo uvedené, ECB vydala stanovisko z vlastnej iniciatívy, sa v roku 2008 vyskytlo šesť prípadov nedodržania povinnosti konzultovať s ECB navrhované vnútroštátne právne predpisy.

V dvoch prípadoch bulharské a cyperské orgány nekonzultovali s ECB zákonné úpravy, ktoré okrem dôvodov uvedených v Štatúte ESCB ustanovujú ďalšie dôvody na odvolanie guvernéra centrálnej banky. V bulharskom zákone o predchádzaní konfliktom záujmov a o ich zverejňovaní zo 16. októbra 2008 sa ustano-

46 CON/2008/17 a CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 a CON/2008/92.

51 Podrobnejšie informácie sú uvedené v kapitole 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/33 a CON/2008/27.

vuje, že nedodržanie ustanovení tohto zákona a prítomnosť konfliktu záujmov sú dôvodmi na odvolanie verejných činiteľov vrátane guvernéra, viceguvernérov a členov Rady guvernérov Българска народна банка (Bulharskej národnej banky). Cyperský zákon ukladá obmedzenia na niektoré ekonomické činnosti a výhody, ktorých nedodržanie je dôvodom na odvolanie guvernéra Central Bank of Cyprus. Ak by sa uskutočnili konzultácie s ECB, ECB by vzniesla významné kritické pripomienky týkajúce sa súladu týchto ustanovení s článkom 14.2 Štatútu ESCB.

Francúzske orgány nekonzultovali s ECB návrhy zmien a doplnení dvoch zákonov o modernizácii hospodárstva, ktoré ešte viac zjednodušili Štatút Banque de France, okrem iného zrušením menového výboru Generálnej rady a prenesením zodpovednosti za transpozíciu usmernení ECB na guvernéra. Hoci by ECB nevzniesla žiadne námietky proti týmto inštitucionálnym zmenám, Francúzsko malo tieto návrhy konzultovať s ECB, pretože sa týkajú Banque de France.

Holandské orgány nekonzultovali s ECB zákon, ktorým sa mení a dopĺňa zákon o finančnom dohľade. V zákone sa ustanovuje, že za výnimočných okolností môžu De Nederlandsche Bank a Autoriteit Financiële Markten prijať dočasné pravidlá na upevnenie stability finančného sektora. V liste holandskému ministrovi financií ECB poznamenáva, že navrhovaný právny predpis sa týka NCB a stanovuje pravidlá platné pre finančné inštitúcie, ktoré podstatnou mierou ovplyvnia stabilitu finančných inštitúcií a trhov, preto sa tento právny predpis mal konzultovať s ECB.

Portugalské orgány nekonzultovali s ECB tri právne akty prijaté v dôsledku turbulencií na finančných trhoch. V jednom z nich sa Banco de Portugal ukladajú úlohy, akou je napríklad posudzovanie žiadostí úverových inštitúcií o zvýšenie vlastných zdrojov a dohľad nad dodržiavaním rekapitalizačných plánov. Ďalšie dva právne akty ustanovujú, aby portugalský štát vystupoval ako ručiteľ pri financovaní úverových inštitúcií zaregistrovaných v Portugalsku, pričom Banco de Portugal je jedným z orgá-

nov, ktoré sú zodpovedné za posudzovanie žiadostí o financovanie a sledovanie uplatňovania nárokov z týchto štátnych záruk. Keďže prijaté právne predpisy sa týkajú NCB a stanovujú pravidlá platné pre finančné inštitúcie, ktoré podstatnou mierou ovplyvnia stabilitu finančných inštitúcií a trhov, tieto právne predpisy sa mali konzultovať s ECB.

Rumunské orgány s ECB nekonzultovali návrh legislatívnych ustanovení transponujúcich smernicu 2006/43/ES o štatutárnom audite účtovných závierok a konsolidovaných účtovných závierok do rumunského práva. Hoci išlo o transpozíciu smernice ES, rumunské orgány mali tieto ustanovenia konzultovať s ECB, pretože sa týkajú Banca Națională a României.

### **6.3 SPRÁVA PRIJÍMANIA A POSKYTOVANIA ÚVEROV EURÓPSKEHO SPOLOČENSTVA**

V súlade s článkom 123 ods. 2 zmluvy a článkom 9 nariadenia Rady (ES) č. 332/2002 z 18. februára 2002 ECB naďalej zodpovedá za spravovanie prijímania a poskytovania úverov Európskeho spoločenstva v rámci mechanizmu strednodobej finančnej pomoci. V roku 2008 ECB prijala určitú sumu istiny od veriteľov Spoločenstva a vyplatila úver jednému dlžníkovi (Maďarsku). Celková výška nesplateného úveru, ktoré Spoločenstvo poskytlo Maďarsku, predstavovala k 31. decembru 2008 sumu 2 mld. € (na porovnanie, ku koncu roku 2007 neexistovali žiadne nesplatené zostatky).

### **6.4 SLUŽBY EUROSISTÉMU V OBLASTI SPRÁVY REZERV**

V rámci ponuky služieb, ktorá sa zaviedla v roku 2005, mali klienti Eurosystemu v roku 2008 k dispozícii balík komplexných služieb správy rezervných aktív znejúcich na eurá. Balík komplexných služieb, ktoré môžu využívať centrálné banky, menové orgány a vládne agentúry mimo eurozóny, ako aj medzinárodné organizácie, poskytujú na základe zosúladených podmienok v súlade so všeobecnými trhovými štan-

darmi jednotlivé centrálné banky Eurosystemu (poskytovatelia služieb Eurosystemu). ECB plní úlohu koordinátora a zabezpečuje plynulé fungovanie tohto rámca. Počet klientov, ktorí majú obchodný vzťah s Eurosystemom zostal v roku 2008 stabilný. Vo vzťahu k týmto službám sa celková hodnota hotovostných zostatkov klientov a cenných papierov v ich držbe značne zvýšila, najmä v druhom polroku. Po prieskume miery spokojnosti klientov, ktorý sa uskutočnil v roku 2007 a ktorý potvrdil celkovú spokojnosť klientov, začal Eurosystem v roku 2008 pracovať na ďalšom rozšírení rozsahu služieb ponúkaných v tomto rámci a na zlepšovaní kvality ponúkaných služieb.





Školenie pokladníkov vo fínskej centrálnej banke v Helsinkách v septembri 2001

## KAPITOLA 3

# VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY

## I HOSPODÁRSKY A MENOVÝ VÝVOJ NA SLOVENSKU

Dňa 8. júla 2008 prijala Rada ECOFIN rozhodnutie umožňujúce Slovensku stať sa od 1. januára 2009 členom eurozóny. Počet krajín eurozóny sa tým zvyšuje z 15 na 16. Rozhodnutie Rady vychádzalo z konvergenčných správ vypracovaných ECB a Európskou komisiou v máji 2008 a predchádzali mu diskusie Rady EÚ v zložení hláv štátov a predsedov vlád, ako aj stanovisko prijaté Európskym parlamentom a návrh Európskej komisie. V ten istý deň Rada ECOFIN prijala nariadenie, ktoré stanovilo neodvolateľný výmenný kurz medzi slovenskou korunou a eurom na úrovni 30,1260 Sk, t. j. na úrovni centrálnej parity v rámci ERM II v čase prijatia rozhodnutia. V deň stanovenia konverzného kurzu sa so slovenskou korunou obchodovalo v blízkosti tejto hodnoty. Počas účasti slovenskej koruny v ERM II od 28. novembra 2005 bola jej centrálna parita voči euru dvakrát revalvovaná, v marci 2007 o 8,5 % a v máji 2008 o 17,6472 %.

Slovenské hospodárstvo po období slabého hospodárskeho rastu pod úrovňou 2 % na konci 90. rokov v posledných rokoch rastie veľmi

výrazným tempom. K zrýchleniu tempa rastu v priebehu posledného desaťročia prispeli štrukturálne reformy a následný významný prílev zahraničného kapitálu. Rast reálneho HDP dosiahol vrchol v roku 2007, keď zaznamenal viac ako 10 %. V roku 2008 bolo tempo rastu miernejšie a dosiaholo 6,4 % (tabuľka 13). Rast ekonomiky Slovenska je v posledných rokoch úzko spojený s výrazným zlepšením jeho výrobných kapacít, najmä v priemyselnom sektore. Väčšina nových podnikov sústredených hlavne v automobilovom a elektronickom priemysle je orientovaná na vývoz. Pokiaľ ide o vonkajšie prostredie, Slovensko počas väčšiny posledného desaťročia vykazovalo výraznejšie deficity bežného a kapitálového účtu. Tieto deficity však boli do značnej miery financované prílevom priamych zahraničných investícií, pričom toky vytvárajúce dlh zohrávali len vedľajšiu úlohu. V prvej polovici posledného desaťročia veľké investičné projekty zhoršovali saldo bežného a kapitálového účtu, najmä v dôsledku dovozu nových technológií. Tento efekt však bol iba dočasný, keďže výrazné zlepšenie exportných kapacít priemyslu prispelo k zníženiu tohto

Tabuľka 13 Hlavné hospodárske ukazovatele za Slovensko

(ročná percentuálna zmena, ak nie je uvedené inak)										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rast reálneho HDP	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Príspevky k rastu reálneho HDP</i>										
<i>(v percentuálnych bodoch)</i>										
Domáci dopyt bez zásob	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Čisté vývozy	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflácia HICP <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Odmena na zamestnanca	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominálne jednotkové náklady práce (celé hospodárstvo)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflátor dovozu (tovary a služby)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo bežného a kapitálového účtu (v % HDP)	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Celková zamestnanosť	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Miera nezamestnanosti (v % z celkovej pracovnej sily)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Prebytok (+)/deficit (-) verejnej správy	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Hrubý dlh verejnej správy	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Trojmesačná úroková miera (v % p. a.) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Výnos dlhodobých desaťročných vládnych dlhopisov (v % p. a.) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Výmenný kurz voči euru <sup>1),2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Zdroj: ECB a Eurostat.  
 1) Priemerné hodnoty za obdobie.  
 2) SKK/EUR

deficitu. Deficit bežného a kapitálového účtu dosahoval za posledných päť rokov v priemere 5,5 % HDP.

Vývoj inflácie v rámci slovenského hospodárstva bol za posledné desaťročie relatívne volatilný, na čom mali značný podiel zmeny regulovaných cien a nepriamych daní. Po období vysokej inflácie sa ročná miera inflácie HICP od roku 2004 postupne znižovala a napriek dočasnému zvýšeniu v roku 2006 dosiahla v roku 2007 nízkych 1,9 %. Tomuto poklesu predchádzalo zavedenie inflačného cielenia Národnou bankou Slovenska. K zmierneniu inflácie prispievalo postupné zhodnocovanie slovenskej koruny voči euru. Inflácia HICP následne na Slovensku znova vzrástla a v septembri 2008 dosiahla 4,5 %, čo bolo do značnej miery odrazom vývoja globálnych cien energií a potravín. Za podmienok výrazného uvoľnenia globálnych cien komodít sa rast inflácie v posledných mesiacoch roka 2008 a začiatkom roka 2009 začal znova zmiernovať. Za celý rok 2008 predstavovala inflácia HICP 3,9 %.

Trh práce je aj napriek výrazným zlepšeniam naďalej charakteristický značnou štruktúrnou nepružnosťou. Situácia na trhu práce sa nezlepšila ani na začiatku posledného desaťročia i napriek relatívne výraznému hospodárskemu rastu. Zmena nastala v roku 2004, keď sa uskutočnili významné reformy v oblasti daní, sociálnych dávok a trhu práce, ktoré spolu s následným výrazným prílevom zahraničného kapitálu podporili rozsiahlu tvorbu nových pracovných miest. Miera nezamestnanosti sa znížila v dôsledku migrácie pracovníkov z krajiny po vstupe Slovenska do EÚ v máji 2004. Napriek týmto zlepšeniam však miera nezamestnanosti aj naďalej zostáva nad úrovňou 10 %, čo je odrazom nepružnosti trhu práce. Táto nepružnosť sa podieľa najmä na vysokej miere dlhodobej nezamestnanosti, nežiaducou rozložením kvalifikácie medzi nezamestnanými a výrazných rozdieloch medzi regionálnymi tržmi práce.

Rozpočtová politika v posledných rokoch na Slovensku vo väčšej miere prispieva k dosahovaniu cenovej stability. Pomer deficitu verejnej

správy k HDP klesol z veľmi vysokých 12,3 % HDP v roku 2000 na 2,3 % HDP v roku 2008. Postup pri nadmernom deficite, ktorý bol iniciovaný pri vstupe Slovenska do EÚ v roku 2004, bol zrušený v júni 2008. V posledných rokoch klesá aj pomer dlhu verejnej správy k HDP, a to z 50,3 % HDP v roku 2000 na 28,8 % HDP v roku 2008. Vzhľadom na veľmi rýchly hospodársky rast zaznamenaný v posledných rokoch je však rozpočtový deficit na Slovensku stále vysoký. Slovensko musí zaistiť, aby sa rozpočtový deficit udržiaval na úrovni pod 3 % HDP udržateľným spôsobom, a to realizáciou dôveryhodných a udržateľných konsolidačných opatrení, ktoré by zároveň krajine umožnili dosiahnuť svoj strednodobý rozpočtový cieľ.

Menová politika zohrala pri stabilizácii slovenského hospodárstva významnú úlohu. Na jeseň 1998 bol kurzový režim slovenskej koruny zmenený na režim riadeného floatingu s eurom ako referenčnou menou od januára 1999 a Národná banka Slovenska zaviedla stratégiu menovej politiky ako implicitné inflačné cielenie. 1. januára 2005 bola stratégia menovej politiky Národnej banky Slovenska upravená na „režim inflačného cielenia v podmienkach ERM II“. Slovenská koruna vstúpila do mechanizmu ERM II 28. novembra 2005 a jej centrálna parita voči euru bola pôvodne stanovená na 38,4550 Sk so štandardným fluktuáčnym pásmom  $\pm 15\%$ . V reakcii na zlepšujúce sa makroekonomické fundamenty sa slovenská koruna výrazne zhodnotovala a jej centrálna parita voči euru bola počas jej účasti v ERM II dvakrát revalvovaná.

V kontexte rámca inflačného cielenia, ktorý bol v platnosti od roku 2005 do roku 2008, sa menová politika Národnej banky Slovenska zameriavala na udržiavanie cenovej stability. Rastúce inflačné tlaky, ktoré začali vznikať ku koncu roka 2005, následne znamenali začiatok obdobia sprísňovania menovej politiky. Národná banka Slovenska zvýšila kľúčovú úrokovú sadzbu vo viacerých krokoch spolu o 175 bázičných bodov a v septembri 2006 bola táto sadzba na úrovni 4,75 %. Následná stabilizácia inflácie a pevný záväzok novozvolenej vlády dodržať pôvodný časový plán zavedenia eura



pomohli prekonať toto krátke obdobie hospodárskej nestability. Obnovená dôvera v plán zavedenia eura a solidný makroekonomický vývoj navyše podporili výmenný kurz slovenskej koruny, ktorá sa postupne začala zhodnocovať voči euru. V roku 2007 začala Národná banka Slovenska nastavenie svojej menovej politiky uvoľňovať a kľúčovú úrokovú sadzbu dvakrát znížila spolu o 50 bázických bodov na 4,25 %. Vzhľadom na očakávané prijatie eura Národná banka Slovenska nasledovala rozhodnutia menovej politiky ECB od októbra 2008 a trikrát znížila repo sadzbu spolu o 175 bázických bodov na 2,5 %. Úrokové sadzby na peňažnom trhu sa pohybovali na Slovensku zhruba v súlade s kľúčovou úrokovou sadzbou centrálnej banky. V dôsledku nadbytočnej likvidity v slovenskom bankovom sektore boli sadzby na peňažnom trhu v posledných mesiacoch roka 2008 nižšie ako sadzby v eurozóne. Dlhodobé výnosy štátnych dlhopisov sa v posledných rokoch znížili, a to v dôsledku silnej dôvery trhu v hospodársky vývoj na Slovensku.

Po zavedení eura už Slovensko nemôže ťažiť z výhod svojej meny zhodnocujúcej sa voči

euru, čo v minulosti pomáhalo obmedzovať rast inflácie. Po prijatí eura by mali slovenské verejné orgány vo všetkých smeroch viesť ambicióznú hospodársku politiku. Prioritou musí byť dosiahnutie ďalšej udržateľnej hospodárskej konvergencie. V tomto smere je nevyhnutné zachovanie prostredia s nízkou infláciou. Tlmenie inflačných tlakov v hospodárstve si vyžaduje predovšetkým dôslednú a presvedčivú realizáciu rozpočtovej politiky v súlade so záväzkami Paktu stability a rastu. Napriek súčasnému spomaleniu hospodárskej aktivity by sa mali slovenské orgány aj naďalej vyhýbať nadmernému rozpočtovému deficitu a pokračovať v rozpočtovej konsolidácii s cieľom čo najskôr dosiahnuť strednodobý rozpočtový cieľ. Slovensko by tiež malo vynaložiť väčšie úsilie na zvýšenie vonkajšej konkurencieschopnosti a posilnenie odolnosti hospodárstva. Musí sa zlepšiť fungovanie slovenského trhu práce a je potrebné venovať sa aj problému vysokej úrovne štrukturálnej nezamestnanosti. Okrem toho je potrebné zlepšiť podnikateľské prostredie s cieľom podporiť rast produktivity a zachovať schopnosť krajiny prilákať zahraničný kapitál.

## Box II

### ŠTATISTICKÉ VPLYVY ROZŠÍRENIA EUROZÓNY O SLOVENSKO

Vstupom Slovenska do eurozóny dňa 1. januára 2009 sa po štvrtýkrát zmenili štatistické časové rady za eurozónu z dôvodu prijatia novej členskej krajiny. V potrebných prípadoch sa príprava štatistík za rozšírenú eurozónu koordinuje s Európskou komisiou.

Vstup Slovenska do eurozóny znamená, že rezidenti Slovenska sa stávajú rezidentmi eurozóny. Táto zmena ovplyvňuje štatistiky, v ktorých agregované údaje za eurozónu nie sú jednoduchým súčtom národných údajov, napríklad menovú štatistiku, štatistiku platobnej bilancie a štatistiku medzinárodnej investičnej pozície, ako aj finančné účty, keďže transakcie medzi rezidentmi Slovenska a ostatnými rezidentmi eurozóny musia byť konsolidované.

Od januára 2009 preto musí Slovensko spĺňať všetky štatistické požiadavky ECB, t. j. poskytovať plne harmonizované a porovnateľné národné údaje.<sup>1</sup> Z dôvodu časovej náročnosti prípravných prác na poskytovanie nových štatistík spustili Národná banka Slovenska a ECB štatistické prípravy ešte pred vstupom Slovenska do EÚ. Po vstupe do ESCB Národná banka Slovenska

1 Štatistické požiadavky ECB sú zhrnuté v publikácii „ECB statistics: an overview“ z apríla 2008.

zintenzívnila prípravy s cieľom zabezpečiť súlad s požiadavkami ECB v oblasti menovej štatistiky, bankovej štatistiky, štatistiky platobnej bilancie, štatistiky verejných financií, štatistiky finančných účtov a iných finančných štatistík. Okrem toho musela uskutočniť potrebné prípravy na integráciu slovenských úverových inštitúcií do systému povinných minimálnych rezerv ECB a na plnenie príslušných štatistických požiadaviek.

Pre vykazujúce subjekty a národné centrálné banky ostatných krajín eurozóny rozšírenie eurozóny znamená, že sú od januára 2009 povinné vykazovať transakcie (alebo toky) a pozície voči rezidentom Slovenska ako súčasť údajov za eurozónu, a nie ako transakcie a pozície voči nerezidentom eurozóny.

Slovensko a ostatné krajiny eurozóny okrem toho museli poskytnúť historické údaje v dostatočne podrobnom geografickom a sektorovom členení, a to od roku 2004, keď Slovensko vstúpilo do EÚ.

Pokiaľ ide o zverejňovanie štatistík za eurozónu, ECB poskytuje používateľom prístup online k dvom súborom časových radov. Jeden z nich obsahuje údaje za eurozónu – odkedy sú k dispozícii – v jej súčasnom zložení (t. j. vrátane Slovenska) a druhý spojené údaje za eurozónu v jej rôznych zloženiach, začínajúc jedenástimi krajinami v roku 1999.

## 2 PRÁVNE ASPEKTY INTEGRÁCIE NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA DO EUROSYSTÉMU

Na základe článku 122 ods. 2 zmluvy ECB preskúmala súlad štatútu Národnej banky Slovenska a ďalších relevantných slovenských právnych predpisov s článkom 109 zmluvy. ECB vydala priaznivé hodnotenie zlučiteľnosti slovenských právnych predpisov so zmluvou a Štatútom ESCB, ktoré uviedla aj vo svojej konvergenčnej správe zverejnenej v máji 2008.

ECB a Národná banka Slovenska prijali viacero právnych nástrojov s cieľom zabezpečiť integráciu Národnej banky Slovenska do Eurosystému 1. januára 2009. V dôsledku rozhodnutia prijatého Radou ECOFIN 8. júla 2008 o zrušení výnimky udelenej Slovensku sa upravil právny rámec Eurosystému.<sup>1</sup> Zavedenie eura na Slovensku a integrácia centrálnej banky do Eurosystému si vyžiadali aj určité zmeny v slovenských právnych nástrojoch.

Do konca roka 2007 prebiehalo zosúladňovanie štatútu Národnej banky Slovenska s odporúčaniami ECB uvedenými v jej konvergenčných správach z roku 2004 a 2006. Slovensko dňa 20. júla 2007 s ECB konzultovalo návrh zmien a doplnení štatútu Národnej banky Slovenska a ECB prijala stanovisko s návrhom určitých zmien, ktoré sa odrazili vo finálnej verzii štatútu.<sup>2</sup>

V dôsledku rozhodnutia Rady ECOFIN z 8. júla 2008 boli prijaté zmeny a doplnenia nariadenia Rady (ES) č. 974/98 s cieľom umožniť zavedenie eura na Slovensku<sup>3</sup>, a nariadenie Rady (ES) č. 694/2008<sup>4</sup>, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 2866/98, ktoré určilo neodvolateľne stanovený výmenný kurz eura voči slovenskej korune. Rada konzultovala s ECB návrh oboch týchto nariadení a ECB k nim prijala stanovisko<sup>5</sup>. S ECB sa konzultovali aj vnútroštátne právne predpisy týkajúce sa prechodu na euro, platobných a zúčtovacích systémov, pravidiel zaokrúhľovania a obehu peňazí na Slovensku.<sup>6</sup>

Čo sa týka právnych príprav na integráciu Národnej banky Slovenska do Eurosystému, ECB prijala potrebné právne nástroje týkajúce sa splatenia zvyšnej časti základného imania a prevodu devízových rezerv do ECB.<sup>7</sup> ECB

tiež zrevidovala vlastný právny rámec a prijala potrebné zmeny a doplnenia vyplývajúce z členstva Národnej banky Slovenska v Eurosystéme. Uskutočnila sa aj revízia slovenských právnych predpisov vykonávajúcich právny rámec Eurosystému pre menovú politiku a TARGET2, čo slovenským zmluvným stranám umožnilo zúčastňovať sa od 2. januára 2009 na operáciách Eurosystému na voľnom trhu. ECB tiež prijala rozhodnutie o prechodných ustanoveniach pre uplatňovanie povinných minimálnych rezerv Európskou centrálnou bankou po zavedení eura na Slovensku.<sup>8</sup> A nakoniec, pre Národnú banku Slovenska sa skončila platnosť dohody o ERM II<sup>9</sup>.

1 Rozhodnutie Rady č. 2008/608/ES z 8. júla 2008 v súlade s článkom 122 ods. 2 zmluvy o prijatí jednotnej meny Slovenskom 1. januára 2009 (Ú. v. EÚ L 195, 24.7.2008, s. 24).

2 CON/2007/43.

3 Nariadenie Rady (ES) č. 693/2008 z 8. júla 2008, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 974/98, pokiaľ ide o zavedenie eura na Slovensku, Ú. v. L 195, 24.7.2008, s. 1.

4 Nariadenie Rady (ES) č. 694/2008 z 8. júla 2008, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 2866/98, pokiaľ ide o prevodný kurz eura pre Slovensko, Ú. v. L 195, 24.7.2008, s. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 a CON/2008/86.

7 Rozhodnutie ECB/2008/33 z 31. decembra 2008 o splatení základného imania, prevode devízových rezerv a príspevkov Národnou bankou Slovenska do rezervných fondov a rezerv Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ L 21, 24.1.2009, s. 83.

8 Rozhodnutie ECB/2008/14 z 28. októbra 2008 o prechodných ustanoveniach pre uplatňovanie povinných minimálnych rezerv Európskou centrálnou bankou po zavedení eura na Slovensku, Ú. v. L 319, 29.11.2008, s. 73.

9 Dohoda z 8. decembra 2008 medzi ECB a národnými centrálnymi bankami členských štátov nepatriacich do eurozóny, ktorou sa mení a dopĺňa Dohoda zo 16. marca 2006 medzi ECB a národnými centrálnymi bankami členských štátov nepatriacich do eurozóny o prevádzkových postupoch pre mechanizmus výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie, Ú. v. C 16, 22.1.2009, s. 10.

## 3 OPERAČNÉ ASPEKTY INTEGRÁCIE NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA DO EUROSYSTÉMU

Po rozhodnutí Rady ECOFIN z 8. júla 2008 o prijatí eura na Slovensku 1. januára 2009 vykonala ECB technické prípravy zamerané na úplné začlenenie Národnej banky Slovenska do Eurosystému. V súlade s ustanoveniami zmluvy sa Národná banka Slovenska stala členom Eurosystému s rovnakými právami a povinnosťami ako národné centrálné banky členských štátov EÚ, ktoré už prijali euro.

Technické prípravy na začlenenie Národnej banky Slovenska do Eurosystému sa týkali širokej škály oblastí, predovšetkým finančného výkazníctva a účtovníctva, operácií menovej politiky, správy devízových rezerv a devízových operácií, platobných systémov, štatistik a výroby bankoviek. Prípravy v operačnej oblasti zahŕňali rozsiahle testovanie nástrojov, postupov a technických systémov na výkon menovej politiky a devízových operácií.

### 3.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Od 1. januára 2009, keď Slovensko prijalo euro, sa na 26 slovenských úverových inštitúcií (ich zoznam je zverejnený na internetovej stránke ECB) vzťahuje požiadavka Eurosystému udržiavať povinné minimálne rezervy. Podmienky likvidity v rámci Eurosystému sa vstupom Slovenska do eurozóny zmenili len mierne. Súhrnný objem povinných minimálnych rezerv udržiavaných úverovými inštitúciami krajín eurozóny sa zvýšil o menej ako 0,5 % (740 miliónov €). Čisté autonómne faktory likvidity na Slovensku za obdobie od 1. do 20. januára 2009, zvyšujúce likviditu, znížili potrebu likvidity celého bankového sektora eurozóny v priemere o 7,21 mld. €. K tomuto vplyvu na zvýšenie likvidity došlo aj napriek tomu, že operácie menovej politiky na sťahnutie likvidity uskutočnené Národnou bankou Slovenska pred vstupom do eurozóny, ktoré boli splatné medzi 6. a 13. januárom 2009, boli tiež považované za autonómne faktory, podobne ako aj dlhové certifikáty vydané centrálnou bankou, ktoré boli splatné 20. januára. Vzhľadom na všetky tieto faktory vstup Slovenska do eurozóny znížil celkovú potrebu likvidity bankového sektora euro-

zóny o 11 mld. €, čo zodpovedá približne 1 % celkovej potreby likvidity.

Vzhľadom na prebytok likvidity slovenské zmluvné strany v rámci operácií na voľnom trhu uskutočnených na začiatku roka 2009 predložili ponuky na relatívne nízke čiastky: 1 mil. € v rámci hlavnej refinančnej operácie, ktorá bola vyrovnaná 14. januára, a 15 mil. € v rámci trojmesačnej a šesťmesačnej dlhodobejšej refinančnej operácie, ktoré boli vyrovnané 8. januára.

Pri vstupe do eurozóny zároveň Národná banka Slovenska prijala kolaterálový rámec Eurosystému a vykázala aktíva v rámci Slovenska v hodnote 17,6 mld. € akceptovateľné v úverových operáciách Eurosystému od 1. januára 2009.

### 3.2 PRÍSPEVOK K ZÁKLADNÉMU IMANIU, REZERVÁM A DEVÍZOVÝM REZERVÁM ECB

Pri vstupe do ESCB 1. mája 2004 Národná banka Slovenska splatila 7 % svojho podielu na upísanom základnom imaní ECB ako príspevok na krytie prevádzkových nákladov ECB. V súlade s článkom 49 ods. 1 Štatútu ESCB a právnymi predpismi prijatými Radou guvernérov 31. decembra 2008 splatila Národná banka Slovenska 1. januára 2009 zostávajúcu časť svojho upísaného podielu. Celková výška jej upísaného podielu predstavuje 39,9 mil. €, čo zodpovedá 0,6934 % upísaného základného imania ECB, ktorého hodnota k 1. januáru 2009 predstavovala 5,761 mld. €.

V súlade s článkom 30 a 49 ods. 1 Štatútu ESCB Národná banka Slovenska na začiatku roka 2009 na základe svojho podielu na upísanom základnom imaní ECB previedla do ECB devízové rezervy v celkovej výške 443,1 mil. € (z toho 85 % v amerických dolároch a 15 % v zlate). Národná banka Slovenska sa rozhodla uskutočňovať operačné činnosti súvisiace so správou svojho podielu na devízových rezervách ECB v amerických dolároch individuálnym spôsobom prostredníctvom osobitného portfólia správy rezerv v amerických dolároch.

V súlade s článkom 30 ods. 3 Štatútu ESCB bola Národnej banke Slovenska v súvislosti s prevodom devízových rezerv do ECB pripísaná pohľadávka voči ECB v eurách.

## 4 ZAVEDENIE EURA NA SLOVENSKU

### LOGISTIKA PRECHODU NA NOVÚ MENU

Dňa 1. januára 2009 prijalo Slovensko euro ako svoju menu. Po dvojtzáždňovom období duálneho obehu euro plne nahradilo slovenskú korunu.

V snahe zaistiť plynulé zavedenie eurových bankoviek a mincí sa na prípravách prechodu na novú menu zúčastňovali všetky relevantné trhové subjekty, najmä bankový sektor. Prostredníctvom národného plánu zavedenia eura bol všetkým podnikom a širokej verejnosti dostatočne dlho pred €-dňom oznámený časový plán. Na základe skúseností získaných pri prechode na novú menu v Slovinsku v roku 2007 a na Cypre a Malte v roku 2008 Rada guvernérov prijala nové usmernenie ECB o niektorých prípravách na prechod na hotovostné euro a o predzásobovaní a druhotnom predzásobovaní eurobankovkami a euromincami mimo eurozóny.<sup>10</sup> Usmernenie napríklad umožňuje okrem bežného postupu použitého v predchádzajúcich prípadoch prechodu na novú menu predzásobovať mikropodniky eurovými bankovkami a mincami na základe veľmi jednoduchých postupov. Každá národná centrálna banka vstupujúca do Eurosystemu sa môže rozhodnúť, či ustanovenia usmernenia využije.

Na základe rozhodnutia Rady ECOFIN z 8. júla 2008 o prijatí eura na Slovensku 1. januára 2009 získala Národná banka Slovenska oprávnenie požičať si z Eurosystemu bankovky v rámci príprav na zavedenie novej meny a na pokrytie dopytu po bankovkách v roku 2009. Požadovaných 196,2 milióna bankoviek v celkovej hodnote 8,3 mld. € z geografických a logistických dôvodov v mene Eurosystemu doručila Oesterreichische Nationalbank.

Počiatočnú zásobu 499 miliónov eurových mincí v celkovej hodnote 165,22 mil. € vyrazila slovenská Mincovňa Kremnica.

Predzásobovanie finančných inštitúcií eurovými mincami, resp. bankovkami sa začalo v septembri, resp. októbri 2008. Predzásobovanie podnikov sa začalo v novembri 2008. Národná banka Slovenska, banky a pošty okrem toho

od 1. decembra 2008 distribuovali štartovacie balíčky eurových mincí (každý v hodnote 16,60 €) určené širokej verejnosti. Vďaka nim bolo možné v rámci retailových transakcií platiť presnými čiastkami a znížila sa tak potreba drobných peňazí bezprostredne po prechode na euro.

V rámci predzásobovania a druhotného predzásobovania bolo možné distribúciu eurových bankoviek a mincí rozložiť na dlhšie časové obdobie, čím sa predišlo výpadkom v dodávke peňazí. Hotovosť dodaná v rámci predzásobovania sa vo veľkej miere použila na včasnú úpravu bankomatov. Od 1. januára 2009 vydávali eurové bankovky prakticky všetky bankomaty.

Pri príležitosti zavedenia eura na Slovensku národné centrálné banky krajín eurozóny bezplatne vymieňali slovenské korunové bankovky za euro od prvého pracovného dňa roku 2009 až do 28. februára 2009.<sup>11</sup> V tomto prípade platil denný limit maximálne 1 000 € na osobu a transakciu. Národná banka Slovenska bude slovenské korunové bankovky aj naďalej vymieňať bez časového obmedzenia, mince do konca roka 2013.

### INFORMAČNÁ KAMPAŇ O ZAVEDENÍ EURA

V rámci príprav ucelenej informačnej kampane o zavedení eura na Slovensku 1. januára 2009 ECB úzko spolupracovala s Národnou bankou Slovenska.

Logo „€ Naša mena“, ktoré vychádzalo z loga úspešne používaného Eurosystemom od informačnej kampane v roku 2002, použila vo svojich komunikačných aktivitách týkajúcich sa zavedenia eura na Slovensku aj Národná banka Slovenska.

<sup>10</sup> Usmernenie ECB/2008/4, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2006/9 o niektorých prípravách na prechod na hotovostné euro a o predzásobovaní a druhotnom predzásobovaní eurobankovkami a euromincami mimo eurozóny.

<sup>11</sup> Článok 52 Štatútu ESCB vyžaduje, aby Rada guvernérov ECB prijala potrebné opatrenia s cieľom zaistiť, aby národné centrálné banky krajín eurozóny vymieňali bankovky v menách s neodvolateľne stanoveným výmenným kurzom za euro v nominálnej hodnote. V tejto súvislosti Rada guvernérov 24. júla 2006 prijala usmernenie o takejto výmene bankoviek.

Cieľom informačnej kampane o zavedení eura, ktorú organizovala ECB a Národná banka Slovenska, bolo oboznámiť spracovateľov peňazí a širokú verejnosť s vizuálnou podobou a ochrannými prvkami eurových bankoviek a mincí, ako aj s rôznymi procesmi a opatreniami súvisiacimi s prechodom na novú menu.

tzv. zvukovú kartu určenú pre zrakovo postihnutých. Prostredníctvom zabudovaného súboru MP3 karta prehrávala základné informácie o eurových bankovkách a minciach.

Pri výbere komunikačných nástrojov použitých v rámci kampane sa vychádzalo zo skúseností získaných v minulých prípadoch prechodu na novú menu. Tieto nástroje zahŕňali 17 rôznych publikácií vrátane školiaceho materiálu určeného pre profesionálnych spracovateľov peňazí. Národná banka Slovenska v priebehu posledného štvrtého roka 2008 rozdala viac ako 7 miliónov výtlačkov rôznych publikácií (vrátane informačných letákov pre verejnosť, konverzných kariet a ďalších publikácií v štyroch rôznych jazykových verziách). V decembri 2008 bol do každej domácnosti na Slovensku doručený informačný leták a dve konverzné karty. Na jednej strane konverznej karty bola tabuľka s 28 cenami, ktoré sa v závislosti od uhla pohľadu pri naklonení karty zobrazovali buď v eurách, alebo v korunách. Druhá strana karty zobrazovala hlavné ochranné prvky bankovky 20 €.

Uskutočnilo sa viacero tlačových a propagačných aktivít vrátane semináru ECB určeného pre médiá 4. septembra 2008, výstavy o eurových bankovkách a minciach, ktorá bola otvorená 21. septembra 2008 v Národnej banke Slovenska, eurokonferencie v Bratislave 22. septembra 2008 a štátnych osláv 8. januára 2009.

ECB spolufinancovala veľkorozmerný pútač, ktorý bol pripevnený na fasádu budovy Národnej banky Slovenska v Bratislave. Pútače menších rozmerov boli aj na budovách všetkých pobočiek národnej centrálnej banky na Slovensku. Viac ako 100 partnerov, najmä bánk a verejných orgánov, malo prístup k súborom relevantných publikácií ECB vo vysokom rozlíšení pre tlač, ktoré si mohli prispôsobiť a použiť v rámci vlastných komunikačných aktivít.

Vychádzajúc zo spolupráce s asociáciami nevidiacich a zrakovo postihnutých pripravila ECB







Willem F. Duisenberg pri preberaní Medzinárodnej ceny Karla Veľkého za euro v Aachene 9. mája 2002

# FINANČNÁ STABILITA A INTEGRÁCIA

# I FINANČNÁ STABILITA

Eurosystém prispieva k plynulému výkonu politiky príslušných národných orgánov v oblasti dohľadu nad obozretným podnikaním úverových inštitúcií a stability finančného systému. Týmto orgánom a Európskej komisii ponúka aj poradenské služby v otázkach rozsahu a uplatňovania legislatívy Európskeho spoločenstva v uvedených oblastiach.

## I.1 MONITOROVANIE FINANČNEJ STABILITY

ECB sa v spolupráci s Výborom ESCB pre bankový dohľad (Banking Supervision Committee – BSC) snaží chrániť stabilitu finančného systému.<sup>1</sup> Jej hlavnou činnosťou v tejto súvislosti je monitorovanie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu a posudzovanie schopnosti finančného systému absorbovať prípadné šoky. Monitorovacia činnosť je zameraná predovšetkým na banky, pretože v rámci sprostredkovania obehu peňazí stále zohrávajú prvoradú úlohu. Vzhľadom na čoraz väčší význam finančných trhov a ostatných finančných inštitúcií a ich väzby na banky ESCB monitoruje aj zraniteľnosť týchto zložiek finančného systému.

### CYKlický vývoj

V roku 2008 tlak na finančný systém eurozóny, ktorý vznikol v roku 2007 v dôsledku strát finančných inštitúcií na celom svete v spojitosti s cennými papiermi krytými rizikovými americkými hypotékami, ďalej rástol. V priebehu roka banky v eurozóne zaznamenali ďalšie znižovanie ocenenia aktív, vyššie úverové straty a náklady, ako aj značný pokles príjmov z obchodovania. Hlavné črty tohto vývoja a ponaučenia, ktoré z tohto obdobia vyplývajú, sú predmetom inej časti tejto správy (kapitola 1, časť 2), a tiež niekoľkých ďalších publikácií ECB, predovšetkým správy o finančnej stabilite (Financial Stability Review).

V dôsledku rastúcej neistoty ohľadom ďalšieho vývoja svetového hospodárstva, pričom prevládali riziká spomaleného hospodárskeho rastu, rástla averzia účastníkov finančného trhu voči riziku. Výsledkom bol pokles cien väčšiny finančných aktív. Stav likvidity na úverovom trhu a podmienky financovania sa v priebehu

roka značne zhoršili a sekuritizačné trhy sa stali viac-menej neaktívnymi. Vytrvalý tlak na likviditu nakoniec vystriedali vážnejšie obavy z úverovej bonity a adekvátnosti kapitálových rezerv. Investori a veritelia v tomto prostredí prestávali veriť v schopnosť niektorých finančných spoločností plniť svoje záväzky. Pred celý rad významných finančných spoločností tak bolo čoraz ťažšie získať prístup ku krátkodobému financovaniu a na kapitálové trhy. Niekoľko najväčších svetových finančných inštitúcií zaznamenalo zníženie ratingu a prudký pád cien ich akcií. Tento vývoj nakoniec donútil viacero medzinárodných finančných inštitúcií a finančných inštitúcií z eurozóny ku konsolidácii alebo k výzvam na dodatočnú podporu od akcionárov alebo vlád. V prípade viacerých medzinárodných finančných inštitúcií bol však bankrot neodvratný.

Po viacerých vysoko ziskových rokoch banky v eurozóne spočiatku krízy čelili s platobnou schopnosťou, ktorá prekračovala minimálne požiadavky regulačných orgánov. Aj keď niektorých veľkých bánk v eurozóne sa výrazne dotklo znižovanie ocenenia štruktúrovaných úverových cenných papierov a s tým súvisiace trhové tlaky, ktoré trvali viac ako rok, až do podstatného zhoršenia situácie v septembri 2008 sa zdalo, že sú voči negatívnemu vývoju viac-menej odolné.

V dôsledku strát z trhového ocenenia návratnosť kapitálu bánk v eurozóne počas prvého polroka 2008 vo všeobecnosti klesla. Okrem toho výrazne vzrástli straty z úverov a cenných papierov, zatiaľ čo príjmy z bankových poplatkov a provízií, ako aj príjmy z obchodovania

<sup>1</sup> Od konca roka 2004 ECB zverejňuje polročné správy o stabilite finančného systému eurozóny pod názvom „Financial Stability Review“. V roku 2008 zverejnila aj siedme vydanie správy „EU banking structure“ (Bankové štruktúry v EÚ), ako aj mimoriadne správy „Commercial Property Markets“ (Trhy s komerčnými nehnuteľnosťami), „The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model“ (Motivačná štruktúra modelu tvorby a distribúcie), „Covered bonds in the EU financial system“ (Kryté dlhopisy vo finančnom systéme EÚ) a „EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans“ (Záložové testy likvidity a núdzové plány financovania bánk v EÚ). Tieto publikácie, v ktorých sa prezentujú hlavné výsledky monitorovania Výboru pre bankový dohľad v oblasti štruktúry a stability bankového sektora, sú k dispozícii na internetovej stránke ECB.

vzhľadom na ťažké podmienky na kapitálovom trhu klesali. Napriek poklesu ziskovosti hodnoty kapitálovej primeranosti v prvom polroku 2008 rástli. Zaslúžilo sa o to individuálne znižovanie podielu cudzích zdrojov na rizikovo vážených aktívach v jednotlivých bankách, rozsiahle navyšovanie kapitálu napriek zhoršeným podmienkam na podnikanie a do istej miery aj vplyv zavedenia bazilejského kapitálového rámca II a obozretných filtrov.

Vyhliadky návratu ziskovosti na úroveň pred finančnej krízy v najbližšom období nie sú veľmi priaznivé. V tejto chvíli nie je možné vylúčiť ďalšie výrazné znižovanie hodnoty ostatných štruktúrovaných finančných produktov (vrátane amerických spotrebiteľských cenných papierov krytých aktívami a cenných papierov v eurozóne krytých rezidenčnými hypotékami). Nižšie tempo rastu objemu úverov domácnostiam a podnikom, spolu s prakticky nulovou aktivitou v oblasti sekuritizácie a nižšími príjmami z poplatkov, provízií a obchodovania, sa zrejme prejavia na finančných výsledkoch bánk v roku 2009. Banky reagujú sprísňovaním úverových podmienok a znižovaním nákladov. Eurosystém a vlády jednotlivých krajín eurozóny v tejto situácii prijímajú rozsiahle opatrenia na podporu likvidity a dôvery trhu a zvyšovanie kapitálových rezerv.

Finančné výsledky veľkých poisťovní v eurozóne sa v prvej polovici roka 2008 zhoršili, pričom väčšina poisťovní v porovnaní s rovnakým obdobím v roku 2007 zaznamenala pokles poistného. Jednou z hlavných príčin bolo zníženie dopytu po produktoch životného poistenia v dôsledku turbulencií na akciových a úverových trhoch. Turbulencie na finančnom trhu a ich dopady na reálnu ekonomiku budú pre mnohé poisťovne aj naďalej prinášať ťažkosti. Navyše poisťovne, ktoré poskytujú aj bankové služby, resp. ktoré sú súčasťou finančných konglomerátov, budú naďalej vystavené aj problémom bankového sektora.

Globálne hedžové fondy do konca septembra 2008 dosahovali negatívnu mieru návratnosti takmer vo všetkých investičných stratégiách. Na ich nepriaznivých výsledkoch sa podieľali vola-

tilný vývoj cien aktív, nútené znižovanie podielu cudzieho kapitálu a výzvy na vyrovnanie marží, neočakávaný zákaz predaja uvalený štátnymi orgánmi a výpovede vkladov investorov. Aj keď sektor hedžových fondov od začiatku problémov na finančnom trhu podstatne znížil podiel cudzích zdrojov a tým aj svoju citlivosť na ďalšie výzvy na vyrovnanie marží a neočakávané znižovanie bankových úverových liniek, zdá sa, že v priebehu roka 2008 boli hedžové fondy v rastúcej miere vystavené rušeniu účtov zo strany investorov, keďže investori sú pri rušení účtov citliví na výsledky hospodárenia fondov. V prípade, že sa hedžovým fondom v ďalšom období nepodari udržať svojich investorov, bude možnosť ďalšieho značného odpredávania aktív v tomto sektore predstavovať nezanedbateľnú hrozbu pre finančné trhy.

### ŠTRUKTURÁLNY VÝVOJ

Hlavné štrukturálne trendy v bankovom sektore EÚ zodpovedajú trendom pozorovaným v predchádzajúcich rokoch.<sup>2</sup> Konsolidácia aj napriek známkam mierneho spomalenia pokračuje. V prípade starších 15 členských štátov EÚ sa trendy vývoja líšia, zatiaľ čo v nových členských štátoch, ktoré do EÚ vstúpili v roku 2004, sa počet úverových inštitúcií v podstate nezmenil. Výnimkou bol Cyprus, kde pokračuje konsolidácia v družstevnom bankovom sektore. Celkovo sa počet úverových inštitúcií v EÚ v roku 2007 znížil o 166 (z 8 514 na 8 348), pričom v minulom roku to bolo 175.

Bankovému sektoru v EÚ naďalej dominujú domáce úverové inštitúcie (so 71,3 % podielom na trhu), pričom zvyšok je rovnomerne rozdelený medzi pobočky a dcérske spoločnosti zahraničných inštitúcií. Treba však poznamenať, že medzi jednotlivými krajinami sú podstatné rozdiely. V nových členských štátoch majú dominantné postavenie zahraničné subjekty, a to predovšetkým tie, ktorých materská spoločnosť má sídlo v jednom zo starších členských štátov EÚ. Za zmienku stojí, že na rozdiel od roku 2006 pobočky zahraničných inštitúcií v EÚ zazname-

2 Údaje uvedené v tejto časti vychádzajú zo správy ECB nazvanej „EU banking structures“ (Bankové štruktúry v EÚ), ktorá obsahuje len údaje do roka 2007.

nali nárast trhového podielu na celkových aktívach. Platí to predovšetkým o krajinách, ktoré vstúpili do EÚ od roku 2004, kde trhový podiel zahraničných pobočiek vzrástol o približne 1 percentuálny bod, zatiaľ čo zahraničné dcérske spoločnosti vykázali pokles o približne 4 percentuálne body.

Pokiaľ ide o aktivitu v oblasti fúzií a akvizícií, celkový počet týchto transakcií sa v roku 2007 znížil. V počte akvizícií bánk so sídlom mimo EÚ zo strany úverových inštitúcií EÚ však bol zaznamenaný výrazný nárast, ktorý prekročil hodnotu domácich transakcií za posledné tri roky. Objem fúzií a akvizícií rastie od roku 2003, pričom rok 2007 bol druhým rokom po sebe, kedy ich hodnota presiahla maximum z roku 2000. Miera koncentrácie rastie, čo na jednej strane vypovedá o pokračujúcej konsolidácii trhu a na druhej strane o dynamickom raste určitých bankových skupín prostredníctvom fúzií a akvizícií. V tejto súvislosti treba poukázať na skutočnosť, že miera koncentrácie bankového sektora je zvyčajne vyššia v menších krajinách, s výnimkou Rakúska a Luxemburska. Rakúsko má silný sektor sporiteľní a družstevných bánk, zatiaľ čo v Luxembursku je veľký počet zahraničných úverových inštitúcií.

Význam sprostredkovateľskej činnosti bánk vzrástol, o čom svedčí skutočnosť, že rast objemu celkových aktív úverových inštitúcií predstihol rast HDP. V porovnaní s predchádzajúcimi rokmi (2005: 13,7 %; 2006: 11,9 %) sa však tempo rastu celkového objemu úverov na úrovni EÚ v roku 2007 spomalilo na 10,7 %.<sup>3</sup> V tejto súvislosti treba poznamenať, že tento celkový údaj skrýva výrazné fluktuácie: novšie členské štáty zaznamenali nadpriemerný nominálny rast vo výške takmer 25 %, zatiaľ čo v Spojenom kráľovstve, ktorého finančný sektor tvorí približne štvrtinu celkových aktív bankového sektora v EÚ, celkový objem aktív vzrástol len o 2,3 %. Vzhľadom na štrukturálne zmeny finančného systému a pokles investičných a hedžových fondov úloha ťažiskových komerčných bánk v úverovom sprostredkovaní vzrástla.

## 1.2 OPATRENIA NA ZABEZPEČENIE FINANČNEJ STABILITY

Na odstránenie nedostatkov celkového rámca finančnej stability, ktoré odhalila finančná kríza, bolo prijatých viacero medzinárodných i európskych iniciatív.

V apríli 2008 Fórum pre finančnú stabilitu vydalo odporúčania na zvýšenie odolnosti trhu a jednotlivých inštitúcií. Od orgánov verejnej správy sa v tomto smere očakáva jasné stanovenie a rozšírenie národných a cezhraničných opatrení na riešenie situácie slabých bánk, ako aj prehodnotenie a prípadné upevnenie opatrení na ochranu vkladov. Pokiaľ ide o opatrenia na riešenie situácie bánk a cezhraničné krízové riadenie, Bazilejský výbor pre bankový dohľad uskutočnil hodnotenie bežných postupov v jednotlivých krajinách. Fórum pre finančnú stabilitu v súčasnosti vytvára súbor základných zásad riadenia finančnej krízy.

V máji 2008 Rada ECOFIN aktualizovala scenár EÚ pre rozšírenie opatrení na zabezpečenie finančnej stability z októbra 2007. Na základe tohto scenára 1. júna 2008 vstúpilo do platnosti Memorandum o porozumení o cezhraničnej finančnej stabilite, ktorého účastníkmi sú orgány dohľadu v EÚ, ministerstvá financií a centrálné banky.<sup>4</sup> Výbor pre bankový dohľad príslušným orgánom pri tvorbe tohto memoranda asistoval prostredníctvom vyčlenenej pracovnej skupiny, pričom sa sústredil na zavedenie spoločného analytického rámca na hodnotenie systémových následkov finančnej krízy. Výbor pre bankový dohľad okrem toho posudzoval existujúce hlavné funkcie krízového riadenia v členských štátoch a poskytoval informácie v rámci ini-

3 Táto analýza vychádza zo súvahových údajov o stave úverov. Analýza trendu vývoja celkových aktív by bola presnejšia, ak by boli k dispozícii aj údaje o zmene objemu sekuritizovaných aktív (predávaných verejne aj súkromne). Absencia údajov o sekuritizovaných aktívach je menej významná v prípade krajín, ktoré vstúpili do EÚ od roku 2004, v ktorých sekuritizácia nie je natoľko rozšírená. Okrem toho v krajinách nepatriacich do eurozóny príslušné údaje nie sú očistené od zmien výmenného kurzu, takže pozorovaný vývoj môže byť do istej miery ovplyvnený aj zmenami kurzov miestnych mien voči euru.

4 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>

ciatív na hodnotenie nástrojov, ktoré majú príslušné orgány k dispozícii.

V októbri 2008 členské štáty EÚ prijali celý rad iniciatív, ktorých cieľom bolo zabezpečiť, aby konkrétne aspekty národných stabilizačných opatrení na riešenie finančnej krízy nespôsobili šírenie negatívnych javov a aby boli zachované rovnaké podmienky vo všetkých krajinách.

Rada ECOFIN najskôr 7. októbra rozhodla o zvýšení minimálnej výšky ochrany jednotlivých vkladov na úrovni EÚ na 50 000 € aspoň po dobu jedného roka. Komisia na základe toho 15. októbra 2008 prijala návrh na zmenu smernice o systémoch ochrany vkladov. Smernica, so zmenami a doplneniami prijatými Európskym parlamentom a Radou, by mala byť zverejnená v Úradnom vestníku približne v marci 2009. Pokiaľ Komisia nedospeje k záveru, že by to bolo nevhodné, smernica predovšetkým zvýši úroveň povinnej ochrany jednotlivých vkladov na 50 000 € do júna 2009 a následne na 100 000 € do konca roka 2010.

Druhým krokom bolo stanovenie „jednotných zásad EÚ“, doplnených presnejšími usmerneniami, na ktorých sa dohodli krajiny eurozóny na samite uskutočnenom 12. októbra v Paríži a ktoré následne schválilo všetkých 27 členských štátov EÚ na zasadnutí Európskej rady 15. – 16. októbra. Okrem iného určili základné črty intervencií členských štátov vrátane záruk za financovanie a rekapitalizáciu bánk.

V prípade opatrení zameraných na podporu „solventných bánk s nedostatkom likvidity“ bolo dohodnuté, že štátne záruky môžu byť poskytnuté za emisie nových strednodobých (do piatich rokov) prioritných dlhových nástrojov bánk. Kritériá, na základe ktorých sa určuje, ktoré finančné inštitúcie sa systému ručenia môžu zúčastniť, musia byť nediskriminačné a musia sa vzťahovať aj na dcérske spoločnosti zahraničných inštitúcií s podstatným objemom podnikania v členskom štáte EÚ. Tento systém by mal mať zároveň obmedzenú výšku a jeho platnosť by sa mala skončiť 31. decembra 2009. Dôležitým aspektom Parížskej deklarácie je

ustanovenie, podľa ktorého vlády musia „spolupracovať s Európskou centrálnou bankou s cieľom zabezpečiť konzistentné riadenie likvidity zo strany Eurosystemu a súlad s operačným rámcom Eurosystemu“.

Čo sa týka rekapitalizačných opatrení, členské štáty sa rozhodli príslušným finančným inštitúciám poskytnúť základný kapitál, a to napríklad prostredníctvom kúpy preferenčných akcií. Aj keď sa vlády zaviazali v prípade potreby poskytnúť potrebný kapitál, vo všeobecnosti budú uprednostňovať získavanie súkromného kapitálu.

Európska rada na svojom zasadnutí 15. – 16. októbra zdôraznila význam mechanizmov spolupráce a oznámila vytvorenie jednotky pre finančnú krízu. Cieľom tejto jednotky, ktorej členom je aj prezident ECB, je zlepšiť krízové riadenie medzi členskými štátmi EÚ prostredníctvom rôznych opatrení vrátane neformálnych varovaní, výmeny informácií a hodnotiaceho mechanizmu. Európska rada zároveň zdôraznila dôležitosť pravidelných stretnutí národných orgánov dohľadu.

Rada ECOFIN nakoniec na svojom zasadnutí 2. decembra 2008 zdôraznila potrebu bezodkladne vytvoriť národné programy na podporu bankového sektora prostredníctvom záruk, ale predovšetkým prostredníctvom plánov rekapitalizácie. Európska komisia bola vyzvaná, aby v tejto problematike úzko spolupracovala s ECB.

S cieľom zvýšiť stabilitu finančného systému a zachovať rovnaké podmienky podnikania Eurosystem vydal odporúčania týkajúce sa štátnych záruk za bankové dlhy a cenotvorby pri rekapitalizácii bánk. V decembri 2008 Európska komisia vydala oznámenie o rekapitalizácii finančných inštitúcií, ktoré zohľadňovalo aj príslušné odporúčania ECB.<sup>5</sup>

Vo februári 2009 sa Rada ECOFIN dohodla, že v záujme zachovania stability bankového sek-

5 Oznámenie bolo zverejnené v januári 2009 (Ú. v. C 10, 15. 1. 2009, s. 2-10).

tora by štátne záruky za bankové dlhy a rekapitalizácie v špecifických prípadoch mohli byť doplnené opatreniami na riešenie znehodnotených aktív. Tieto opatrenia by mali byť konzistentné so zásadami stanovenými v októbri 2008, a to predovšetkým pokiaľ ide o i) zachovanie finančnej stability a obnovu poskytovania úverov v hospodárstve, ii) zabezpečenie rovnakých podmienok podnikania na jednotnom trhu a iii) obmedzenie vplyvu na verejné financie. Komisia v spolupráci s ECB v tomto smere poskytla určité usmernenia na úrovni EÚ.

## 2 FINANČNÁ REGULÁCIA A DOHĽAD

### 2.1 VŠEOBECNÉ OTÁZKY

Na základe záverov hodnotenia Lamfalussyho rámca<sup>6</sup> finančnej regulácie a dohľadu, ktoré uskutočnila Európska komisia s príspevkom Eurosystému, bol v roku 2008 kladený dôraz na realizáciu odporúčaní Rady ECOFIN prijatých v decembri 2007.

Po prvé, výbory tretej úrovne<sup>7</sup> zmenili svoje stanovky tak, aby umožnili systém hlasovania kvalifikovanou väčšinou. Aj keď rozhodnutia výborov pre ich členov nie sú právne záväzné, v prípade nerešpektovania by svoje rozhodnutie mali prinajmenšom verejne zdôvodniť.

Po druhé, výbory tretej úrovne zvýšili mieru svojej zodpovednosti predkladaním ročných programov činnosti Európskej komisii, Európskej rade a Európskemu parlamentu, ktoré im umožňujú vyjadriť svoje stanovisko k základným prioritám a názory na konvergenciu a spoluprácu v oblasti dohľadu.

Po tretie, členským štátom bolo odporučené rozšíriť kompetencie národných orgánov dohľadu o európsku dimenziu. ECB sa v rámci rôznych európskych výborov zúčastňovala diskusie o spôsobe implementácie odporúčaní Rady ECOFIN. Rada ECOFIN 14. mája 2008 požiadala Komisiu, aby do rozhodnutí, ktorými boli zriadené výbory tretej úrovne, zahrnula špecifické úlohy zamerané na podporu konvergencie a spolupráce. Dňa 7. novembra 2008 Eurosystém prijal stanovisko k zmenám a doplneniam rozhodnutia o založení Výboru európskych orgánov bankového dohľadu (CEBS). ECB okrem iného vyjadrila svoj názor na správnu del'bu práce medzi CEBS a BSC v oblasti hodnotenia rizík bankového sektora EÚ. Zatiaľ čo BSC sa v zmysle svojho mandátu sústreďuje na identifikáciu hlavných rizík v otázke obozretného podnikania vo finančnom systéme a v bankovom sektore, CEBS sa zameriava na aktívnu identifikáciu špecifických rizík, otázok dohľadu a možných opatrení.

Popri posilnení Lamfalussyho rámca príslušné orgány začali celý rad konkrétnych iniciatív na

medzinárodnej i európskej úrovni na riešenie systémových problémov a zistenie dlhodobých účinkov navrhovaných opatrení týkajúcich sa zmeny súčasného rámca regulácie a dohľadu. Na medzinárodnej úrovni sa FSF venoval analýze problémov, s ktorými sa orgány dohľadu a regulačné orgány stretávajú v súvislosti s potenciálnymi cyklickými efektmi režimu kapitálovej primeranosti, praxe v oblasti tvorby rezerv na úverové straty, kompenzačných opatrení a metód oceňovania používaných vo finančných inštitúciách.

Na úrovni EÚ prezident Európskej komisie vytvoril nezávislú Skupinu na vysokej úrovni pre finančný dohľad v EÚ, ktorej úlohou je predkladať odporúčania na rozšírenie dohôd európskych orgánov dohľadu na všetky finančné sektory<sup>8</sup>. Na neformálnom zasadaní Rady ECOFIN uskutočnenom 12 – 13. septembra bola vytvorená pracovná skupina, so zastúpením ECB, ktorej úlohou je posúdiť možný rozsah politických opatrení, ktoré by pomohli zmierniť cyklické výkyvy typické pre fungovanie finančného systému. ECB bola okrem toho požiadaná o vypracovanie pravidelných správ o cyklickom potenciáli kapitálových požiadaviek vyplývajúcich zo smernice o kapitálových požiadavkách. ECB v rámci plnenia tejto úlohy úzko spolupracuje s BSC a CEBS. Na konci roka 2008 bola zostavená predbežná správa, ktorá vychádza z kvalitatívnych údajov získaných od príslušných orgánov ešte pred zverejnením údajových radov orgánov dohľadu.

6 Lamfalussyho rámec je štvorstupňový proces schvaľovania právnych predpisov v oblasti cenných papierov, bankovníctva a poisťovníctva. Viac informácií je v správe "Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets" z 15. februára 2001, ktorá je uverejnená na internetovej stránke Európskej komisie, ako aj vo Výročnej správe ECB za rok 2003, s. 111.

7 Tretia úroveň Lamfalussyho rámca je zameraná na zvyšovanie miery konvergencie a spolupráce v oblasti dohľadu. Túto činnosť vykonávajú tri výbory: Výbor európskych orgánov bankového dohľadu (Committee of European Banking Supervisors – CEBS), Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (Committee of European Securities Regulators – CESR) a Výbor európskych orgánov dohľadu na poisťovníctvom a súkromnými dôchodkovými programami (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)



## 2.2 BANKOVÝ SYSTÉM

### SMERNICA O KAPITÁLOVÝCH POŽIADAVKÁCH

Cieľom smernice o kapitálových požiadavkách (Capital Requirements Directive – CRD) je chrániť finančné zdravie bánk a investičných spoločností prostredníctvom úzkeho prepojenia regulačných kapitálových požiadaviek s rizikami, ktorým sú tieto inštitúcie vystavené. V októbri 2008 Európska komisia prijala návrh na zmenu určitých ustanovení CRD, ktorý mal okrem iného zohľadniť skúsenosti získané počas finančnej krízy. Pokiaľ ide o režim vysokej angažovanosti, miera angažovanosti bánk voči jednotlivým subjektom bude obmedzená, čo povedie aj k obmedzeniam na medzibankovom trhu. Navyše budú zavedené jednoznačné kritériá hodnotenia akceptovateľnosti hybridného kapitálu, platné v celej EÚ. Cieľom je zvýšiť kvalitu vlastných zdrojov bánk. V oblasti riadenia rizík sa zmeny týkajú riadenia rizika likvidity a zaobchádzania so sekuritizovanými produktmi. V prípade riadenia rizika likvidity bolo zavedených viacero nových ustanovení, ktoré sú výsledkom pokračujúcej činnosti BCBS a CEBS. V prípade sekuritizovaných produktov je cieľom nových ustanovení zvýšiť transparentnosť, posilniť procesy riadenia rizík pôvodcov i investorov a vo väčšej miere zlaďovať motiváciu v jednotlivých častiach sekuritizačného reťazca. Návrh Komisie taktiež počíta s vytvorením „škôl pre pracovníkov dohľadu“ a objasnením úlohy príslušných orgánov, pričom cieľom je zvýšiť dohľad nad cezhraničnými bankovými skupinami. Návrh Komisie bol prekonzultovaný s ECB. ECB pri jeho pripomienkovaní ťažila z výsledkov činnosti BSC v rámci dvoch správ vydaných v poslednom štvrtroku 2008.

V novembri BSC vydal správu o záťažových testoch likvidity bánk v EÚ a núdzových plánoch financovania. Správa obsahuje podrobný opis techník záťažových testov likvidity a núdzových plánov zabezpečovania likvidity, ktoré sa v jednotlivých bankách v EÚ značne líšia. Analyzuje tiež primeranosť techník záťažových testov likvidity a núdzových plánov zabezpečovania likvidity so zreteľom na absorpciu likviditných

šokov, a to predovšetkým počas turbulencií na trhu, pričom dochádza k záveru, že v oboch oblastiach je priestor na zlepšenie.

V decembri BSC vydala správu o „modeli tvorby a distribúcie“ (originate-and-distribute), v ktorej hodnotila vývoj tohto modelu v čase jeho rastúcej popularity a neskôr v čase turbulencií na finančných trhoch. Správa približuje motivačnú štruktúru a rôzne stretы záujmov medzi jednotlivými účastníkmi tohto modelu. Navrhuje celý rad trhových riešení a politických opatrení, ktoré by mohli účinky týchto stretov záujmov podstatným spôsobom obmedziť.

### ÚČTOVNÍCTVO

Nepokoje na finančných trhoch potvrdili dôležitosť účtovných štandardov z hľadiska finančnej stability. Podľa plánu opatrení Rady ECOFIN i podľa FSF je potrebné venovať pozornosť predovšetkým otázkam súvisiacim so zvýšeným rozsahom ohlasovania angažovanosti v štruktúrovaných produktoch, zaobchádzaním s pod-súvahovými subjektmi a účtovaním v reálnej hodnote v prípade, že sa trhy stanú neaktívnymi alebo nelikvidnými.

Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (International Accounting Standards Board – IASB) na žiadosť FSF vytvorila panel odborných poradcov (za účasti ECB), ktorý vydal usmernenie o účtovaní v reálnej hodnote, keď sa trhy koncom októbra 2008 stali neaktívnymi.

Ďalšou otázkou je potreba zabezpečiť rovnaké globálne podmienky, pokiaľ ide o účtovné štandardy, a to predovšetkým na oboch stranách Atlantického oceánu. V tejto súvislosti IASB prijala rozhodnutia, ktorých cieľom bolo dosiahnuť konzistentnosť Medzinárodných štandardov finančného vykazovania (International Financial Reporting Standards – IFRS) a Všeobecne uznávaných účtovných zásad v Spojených štátoch (US Generally Accepted Accounting Principles – US-GAAP) pri reklasifikácii položiek medzi účtami. IASB okrem toho vytvorila Poradnú skupinu na vysokej úrovni, ktorej úlohou je zabezpečiť, aby sa otázky vykazovania vyplývajúce z globálnej hospodárskej krízy

posudzovali medzinárodne koordinovaným spôsobom. Európska komisia tiež určila kľúčové oblasti, v ktorých sa IFRS a US-GAAP líšia, a vyzvala tvorcov účtovných štandardov, aby sa im venovali prioritne. Po pozitívnych stanoviskách Rady ECOFIN Európsky parlament, Európsky výbor pre cenné papiere a Európska komisia 12. decembra 2008 prijali rozhodnutie, podľa ktorého sa všeobecne uznávané účtovné zásady v Spojených štátoch, Japonsku, Číne, Kanade a Južnej Kórei s platnosťou od januára 2009 budú považovať za ekvivalent IFRS. Komisia tiež oznámila, že situáciu bude priebežne hodnotiť a že najneskôr do roku 2011 vydá správu o svojich záveroch za tieto štyri krajiny. ECB vývoj v tejto oblasti pozorne sleduje.

### 2.3 CENNÉ PAPIERE

Od prepuknutia finančnej krízy boli ratingové agentúry vystavené všeobecnej kritike za svoje počiatkové ratingy udelené štruktúrovaným finančným cenným papierom. Dôvodom bolo presvedčenie, že ich ratingy v plnej miere neodrážali riziko, ktoré bolo s týmito cennými papiermi spojené. Správa FSF o zvyšovaní odolnosti trhu a inštitúcií zo 7. apríla 2008<sup>9</sup> poukázala na niektoré slabiny ratingových modelov a metodík a navrhla viacero opatrení na skvalitnenie ratingového procesu. V rámci riešenia týchto otázok Európska komisia 31. júla 2008 zverejnila konzultáciu k návrhu nariadenia o úverových ratingových agentúrach. Tento návrh nariadenia sa zaoberá podmienkami autorizácie a činnosti úverových ratingových agentúr a dohľadu nad nimi, pričom sa snaží zabezpečiť, aby tieto agentúry pri plnení svojich úloh spĺňali vysoké štandardy nezávislosti, integrity a kvality. Eurosystem sa k verejnej konzultácii vyjadril 25. septembra 2008,<sup>10</sup> pričom návrh vo všeobecnosti uvítal. Vo svojej odpovedi zdôraznil, že nariadenie EÚ o úverových ratingových agentúrach by sa malo zamerať na zvýšenie transparentnosti v udeľovaní ratingov a ich priebežnej kontroly, malo by zabezpečiť, aby regulačný rámec nezasahoval do obsahu ratingov, a ochraňovať integritu a nezávislosť agentúr rie-

šením stretov záujmu. Eurosystem navrhol štruktúru regulácie a dohľadu v EÚ, v ktorej by úverové ratingové agentúry boli sice naďalej formálne autorizované a kontrolované národnými orgánmi dohľadu, ale ich autorizácia a dohľad by prebiehali podľa jednotného procesu hodnotenia a dohľadu. Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (Committee of European Securities Regulators – CESR) by mohol plniť úlohu koordinátora príslušných národných orgánov tak pri autorizácii, ako aj pri uplatňovaní donucovacích prostriedkov.

Eurosystem na záver zdôraznil, že všetky dohody o koordinácii týkajúce sa regulácie úverových ratingových agentúr a dohľadu nad nimi by mali umožňovať primeranú mieru zapojenia Eurosystemu vzhľadom na to, že Eurosystem si už vytvoril svoj vlastný rámec hodnotenia úverovej bonity, ktorý monitoruje výsledky a činnosť ratingových agentúr v rámci realizácie menovopolitických operácií.

Po uzavretí verejnej konzultácie Komisia návrh nariadenia o úverových ratingových agentúrach zverejnila v novembri 2008.

9 [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf)

10 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>

### 3 FINANČNÁ INTEGRÁCIA

Eurosystem venuje finančnej integrácii v Európe veľkú pozornosť, keďže dobre integrovaný finančný systém zvyšuje plynulosť a účinnosť transmisie impulzov menovej politiky v rámci eurozóny a dotýka sa aj úlohy Eurosystemu v zabezpečovaní finančnej stability. Finančná integrácia tiež prispieva k plynulému fungovaniu platobných systémov a systémov vyrovnanania obchodov s cennými papiermi. Finančná integrácia ako jeden z prioritných cieľov EÚ okrem toho môže prispieť k rozvoju finančného systému a tým zvyšovať potenciál hospodárskeho rastu.

Činnosti, ktorými Eurosystem prispieva k zvyšovaniu finančnej integrácie v Európe, sa delia na štyri oblasti: i) informuje o finančnej integrácii a monitoruje jej stav, ii) pôsobí ako katalyzátor v rámci aktivít súkromného sektora tým, že umožňuje spoločný postup, iii) poskytuje poradenstvo v otázkach právneho a regulačného rámca finančného systému a priamo zavádza pravidlá, a iv) poskytuje centrálné bankové služby, ktoré taktiež podporujú finančnú integráciu. ECB aj v roku 2008 pokračovala vo svojej činnosti vo všetkých štyroch oblastiach.

#### POSKYTOVANIE INFORMÁCIÍ O FINANČNEJ INTEGRACII A JEJ MONITOROVANIE

V apríli 2008 ECB zverejnila druhú výročnú správu o „Finančnej integrácii v Európe“.<sup>11</sup> Hlavným účelom tejto správy je prispievať k pokroku európskej finančnej integrácie a zvyšovať povedomie verejnosti o podpornej úlohe Eurosystemu v tomto procese. Správa na úvod prináša hodnotenie stavu finančnej integrácie v eurozóne, ktoré zostavila ECB na základe súboru kvantitatívnych ukazovateľov zverejňovaných polročne na jej internetovej stránke. V roku 2008 sa okruh ukazovateľov rozšíril aj o európsku trhovú infraštruktúru. Správa obsahuje aj podrobnú analýzu špecifických otázok vybraných na základe ich dôležitosti v programe finančnej integrácie v EÚ a ich relevantnosti vo vzťahu k úlohám ECB. V roku 2008 bola táto špeciálna analýza zameraná na štyri oblasti: koncepty a opatrenia finančného vývoja, iniciatíva pre krátkodobé európske cenné papiere (Short-Term European Paper – STEP), integrá-

cia a vývoj hypotekárnych trhov v Európe, a integrácia v oblasti veľkých platieb a obchodov s cennými papiermi. V závere správa súhrnnou formou opisuje prínos Eurosystemu k dosiahnutiu integrovanejších a rozvinutejších finančných trhov v Európe počas minulého kalendárneho roka.

Vzhľadom na predpoklad, že finančná integrácia bude mať vplyv na ďalší vývoj finančného systému a hospodársky rast, je činnosť ECB v oblasti finančnej integrácie veľmi úzko spätá s širšou analýzou faktorov prispievajúcich k fungovaniu finančných systémov. Táto činnosť pokračovala aj v roku 2008,<sup>12</sup> pričom cieľom bolo definovať koncepčný rámec na pravidelné monitorovanie a hodnotenie možných problémov vo finančných systémoch.

V roku 2008 ECB tiež pokračovala vo svojej činnosti v rámci výskumnej siete pre kapitálové trhy a finančnú integráciu v Európe, ktorú vedie spolu s Centrom pre finančné štúdie (Center for Financial Studies) frankfurtskej univerzity. Výskumná sieť pokračovala v sérii konferencií za účasti akademických pracovníkov, účastníkov trhu a tvorcov politiky, s aktívnou účasťou národných centrálnych bánk. V roku 2008 bola dokončená druhá fáza siete, ktorá vyvrcholila druhým sympóziom o „Kapitálových trhoch a finančnej integrácii v Európe“ uskutočneným 13 – 14. februára vo Frankfurte. Tretia fáza sa začala 11. konferenciou siete na tému „Trh s retailovými finančnými službami: vývoj, integrácia a hospodárske účinky“, ktorá sa konala na pôde Českej národnej banky v Prahe v dňoch 20 – 21. októbra 2008. Rovnako ako v predchádzajúcich rokoch ECB v rámci tejto siete udelila Lamfalussyho štipendia piatim mladým výskumným pracovníkom. V súčasnosti sú prioritami siete: i) finančné systémy z pozície riadenia, distribúcie a tvorby rizík, ii) integrácia a vývoj retailových finančných služieb a podpora inovatívnych firiem, iii) finančná

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

12 Podrobnejšie informácie nájdete v časti „Finančný vývoj: koncepty a opatrenia“ v kapitole 2 publikácie „Finančná integrácia v Európe“, apríl 2008.

modernizácia, správne riadenie a integrácia Európskeho finančného systému do globálnych kapitálových trhov.

### ÚLOHA KATALYZÁTORA V RÁMCI AKTIVÍT SÚKROMNÉHO SEKTORA

Pokrok v oblasti finančnej integrácie v Európe vo veľkej miere závisí od iniciatívy súkromného sektora vo využívaní existujúcich možností cezhraničného obchodovania. Verejné orgány takéto úsilie v rámci súkromného sektora podporujú.

V roku 2008 Eurosystem aj naďalej aktívne podporoval iniciatívu Jednotnej oblasti platieb v eurách (Single Euro Payments Area – SEPA), ktorá jednotlivcom, podnikom a orgánom verejnej správy umožňuje uskutočňovať bezhotovostné platby v rámci celej eurozóny a ostatných krajín v oblasti SEPA z jedného účtu kdekoľvek v oblasti SEPA pomocou jednotného súboru platobných nástrojov rovnako jednoducho, efektívne a bezpečne, ako je tomu dnes v prípade domácich platieb. SEPA predstavuje ďalší krok k vytvoreniu integrovaného trhu platobných služieb v Európe, ktorý spoločnosti prinesie významné hospodárske výhody. SEPA je logickým dôsledkom zavedenia eura v doteraz 16 európskych krajinách.

Prvým veľkým medzníkom tejto iniciatívy bolo úspešné zavedenie SEPA úhrad v januári 2008. Od tejto chvíle začali plynúť prvé výhody SEPA pre banky a predovšetkým postupne aj pre koncových používateľov platobných služieb. Eurosystem odporučil prevádzkovateľom platobných infraštruktúr, aby pravidelne hodnotili stav uplatňovania systému SEPA vo svojich infraštruktúrach. Väčšina automatizovaných zúčtovacích centier, ktoré spracúvajú bezhotovostné prevody, už v súčasnosti spĺňa podmienky systému SEPA úhrad, pričom viaceré z nich prešli z poskytovania výlučne domácich operácií na poskytovanie celoeurópskych služieb. Podľa záverov šiestej správy o stave realizácie SEPA, ktorú Eurosystem vydal v novembri 2008, je však migračný proces stále pomalý a je potrebné prijať opatrenia na jeho urýchlenie.

Rámec SEPA pre kartové platby bol síce tiež zavedený v januári 2008, ale v tejto oblasti je potrebné väčšie úsilie. Rámec SEPA pre platobné karty by mal umožniť väčší výber a vyššiu efektívnosť prostredníctvom postupného zrušenia právnych, technických a zo systému vyplývajúcich prekážok a zároveň zvýšením konkurencie v oblasti vydávania, prijímania, akceptácie a spracovania. Prechod na čipové karty s osobným identifikačným číslom PIN, ktorý je dôležitou súčasťou systému SEPA, v roku 2008 výrazne pokročil. Viacero kartových schém prispôbilo svoje pravidlá požiadavkám SEPA. Ešte stále však nie je isté, či sa všetkým kartovým schémam podarilo účinne oddeliť spracovateľskú činnosť od funkcií riadenia schémy. Eurosystem očakáva, že v najbližších rokoch vznikne najmenej jedna európska kartová schéma, ktorá bude spĺňať požiadavky Eurosystemu i požiadavky vlastníkov kariet, bánk, obchodníkov a protimonopolných úradov. Eurosystem na túto tému vedie diskusiu s hlavnými európskymi bankami a ďalšími zúčastnenými subjektmi už od apríla 2008 a zaznamenáva čoraz väčšiu podporu. To, že v súčasnosti prebieha viacero iniciatív na vytvorenie takejto európskej kartovej schémy, je podľa Eurosystemu jasný dôkaz toho, že trh potrebuje schému tohto druhu uznáva.

Pokračovali prípravy na spustenie SEPA inkás 1. novembra 2009, ktorých výsledkom bolo prijatie dvoch súborov pravidiel pre základné a medzipodnikové inkasá. Pred spustením tejto schémy však stále zostáva niekoľko otázok, ktoré je potrebné bezodkladne vyriešiť, a to predovšetkým otázky súvisiace s uplatňovaním viacstranných výmenných poplatkov. V záujme spustenia schémy v plánovanom termíne v septembri 2008 ECB po podrobnej konzultácii s Európskou komisiou navrhla dočasný režim, v rámci ktorého by sa pri SEPA inkasách uplatňovali existujúce viacstranné výmenné poplatky. Počas prechodného obdobia, ktoré by trvalo len niekoľko rokov, by banky museli upraviť svoje obchodné modely a primeraným spôsobom informovať svojich klientov. Eurosystem pokračoval snahe zabezpečiť včasné spustenie týchto nových platobných služieb na európskej úrovni. Šiesta správa o stave

realizácie SEPA v tejto súvislosti navrhuje konkrétne priority a ďalšie kroky.

Trh s krátkodobými cennými papiermi v Európe je prevažne národnej povahy. Iniciatíva STEP, ktorú účastníci trhu uskutočňujú pod záštitou Európskej bankovej federácie a Asociácie finančných trhov (ACI – The Financial Markets Association) a pod vedením Výboru trhu STEP, pracuje na odstraňovaní medzier vo finančnej integrácii vytváraním súboru spoločne dohodnutých trhových štandardov a praktík, ktorými sa účastníci trhu budú dobrovoľne riadiť.

Eurosystém iniciatívu STEP podporuje už od jej vzniku v roku 2001 tým, že umožňuje interakciu medzi účastníkmi trhu, prispieva k tvorbe Konvencie trhu STEP a zvyšuje povedomie verejnosti o tejto iniciatíve. Po úspešnom spustení trhu STEP v júni 2006 Eurosystém túto iniciatívu podporuje aj naďalej dvomi spôsobmi. Po prvé, ECB poskytuje štatistické údaje o trhu STEP. Po druhé, Eurosystém pomáha sekretariátu STEP pri označovaní cenných papierov STEP. Asistencia pri označovaní prebieha na základe dočasnej dohody, ktorá sa skončí v júni 2010.

Výbor trhu STEP zahájil hodnotenie Konvencie trhu STEP s cieľom uľahčiť jej technickú aplikáciu na väčšom počte trhov pri zachovaní, resp. zvýšení stanovených štandardov. ECB toto hodnotenie víta, pretože vzhľadom na neustály vývoj trhov je potrebné konvenciu zodpovedajúcim spôsobom adaptovať. Okrem toho je to dobrá príležitosť na prehodnotenie procesov a postupov uplatňovaných od vytvorenia trhu STEP v júni 2006 a na potrebné zdokonalenie konvencie.

ECB zostavuje denné štatistiky výnosov nových emisií eurových cenných papierov STEP, ako aj mesačných objemov dlhových cenných papierov STEP. Napriek zhoršeným trhovým podmienkam sa celkový objem nesplatených dlhových cenných papierov STEP v poslednom štvrtroku 2008 medziročne zvýšil o 24 %.

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

Eurosystém sa pravidelne podieľa na tvorbe právneho a regulačného rámca EÚ poskytovaním poradenstva v súvislosti s hlavnými aktuálnymi politickými iniciatívami.

Aktivity súvisiace s rámcom EÚ pre finančný dohľad sa v roku 2008 zameriavali na výsledky hodnotenia Lamfalussyho rámca, na ktorom sa podieľal aj Eurosystém (časť 2 tejto kapitoly). V rámci svojej poradnej funkcie v súlade s článkom 105 ods. 4 zmluvy ECB okrem toho pravidelne poskytuje stanoviská k legislatívnym návrhom Európskej komisie (viac v časti 2).

ECB pomáhala riešiť otázky týkajúce sa integrácie systémov vyrovnania obchodov s cennými papiermi a platobných systémov. Aktívne sa podieľala najmä na prácach súvisiacich s „Kódexom správania v oblasti zúčtovania a vyrovnania“. Účelom tohto kódexu je zvyšovať konkurenciu na základe cenovej transparentnosti, prístupu a interoperability, a oddeleného poskytovania služieb a účtovania. Keďže v prípade kódexu ide o samoregulačný nástroj, správna a včasná implementácia všetkých opatrení je monitorovaná prísny mechanizmom. Mechanizmus pozostáva z externých audítorov a osobitnej monitorovacej skupiny zloženej zo zástupcov Európskej komisie, CESR a ECB. V priebehu roka 2008 monitorovacia skupina zasadala štyrikrát. ECB a Európska asociácia centrálnych depozitárov cenných papierov vykonali analýzu cenovej transparentnosti a navrhli možnosti zlepšenia porovnateľnosti cien.

Nakoľko cieľom kódexu je umožniť slobodný výber, musí byť spojený s úplným odstránením „Giovanniniho prekážok“ efektívneho zúčtovania a vyrovnania (názov je odvodený od mena skupiny, ktorá ich v roku 2001 určila), ktoré sú spôsobené rozdielmi v technických štandardoch a obchodných postupoch, právnou neistotou a rozdielnymi daňovými postupmi. ECB sa naďalej zúčastňovala Poradnej monitorovacej skupiny pre zúčtovanie a vyrovanie (Clearing and Settlement Advisory Monitoring

Expert Group), ktorá sa venuje odstraňovaniu prvého súboru prekážok. ECB bola tiež naďalej zapojená do Skupiny pre právnu istotu (Legal Certainty Group), ktorá v auguste 2008 predstavila 15 odporúčaní na odstránenie právnych prekážok spojených so službami poskytovanými po uzavretí obchodu.

Vzhľadom na to, že harmonizácia európskeho právneho rámca je základom systému SEPA, Eurosystem sa aktívne zaujíma o legislatívu Spoločenstva v tejto oblasti. Smernica o platobných službách<sup>13</sup> bola formálne prijatá v novembri 2007. Pokiaľ ide o jej transpozíciu do vnútroštátnych právnych predpisov, členské štáty EÚ sú podľa Európskej komisie pripravené dodržať termín 1. novembra 2009. ECB je členom pracovnej skupiny Komisie pre transpozíciu. Novela Nariadenia (ES) 2560/2001 o cezhraničných eurových platbách<sup>14</sup> má zásadný vplyv aj na systém SEPA, a predovšetkým na SEPA inkasá. Je všeobecne známe, že prijatie tohto nariadenia bolo impulzom, ktorý bankový sektor v roku 2002 podnietil začať s vývojom SEPA. Návrh Komisie<sup>15</sup> chce nariadenie prispôbiť súčasnému stavu v oblasti platobného styku, napríklad jeho rozšírením o priame inkasá. To znamená, že ceny cezhraničných SEPA inkás nesmú byť vyššie ako ceny zodpovedajúcich národných inkás. ECB sa podieľala na práci Komisie počas tvorby návrhu nariadenia a v tejto súvislosti vydala aj svoje stanovisko.<sup>16</sup>

ECB sa zúčastňovala aj na prípravných prácach Komisie na hodnotení Smernice o elektronických peniazoch, ktorá vytvára právny rámec pre činnosť inštitúcií elektronických peňazí.<sup>17</sup> Podľa vyjadrenia Komisie poskytovanie a používanie elektronických peňazí nerastie očakávaným tempom a preto navrhuje smernicu upraviť. ECB prehodnotenie smernice víta, ale zároveň má obavy z niektorých častí návrhu Komisie, predovšetkým pokiaľ ide o ustanovenia o rámci dohľadu nad obozretným podnikaním a inštitucionálnom postavení inštitúcií elektronických peňazí.<sup>18</sup>

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

Systém TARGET2, druhá generácia platobného systému Eurosystemu pre veľké platby, bol úspešne uvedený do prevádzky 19. novembra 2007 a 19. mája 2008 plne nahradil systém prvej generácie TARGET. Nový systém bol navrhnutý tak, aby eurovým peňažným a finančným trhom poskytol účinný a bezpečný mechanizmus na zúčtovanie eurových platieb v reálnom čase v peniazoch centrálnej banky. TARGET2 predstavuje zásadný príspevok Eurosystemu k finančnej integrácii v Európe. Ide o prvú trhovú infraštruktúru, ktorá je plne integrovaná a harmonizovaná na európskej úrovni a ktorá odstraňuje predchádzajúcu fragmentáciu v riadení likvidity centrálnych bánk a realizácii veľkých platieb. Vlastnosti nového systému nielen umožňujú, ale zároveň stimulujú organizačné zmeny v úverových inštitúciách pôsobiacich vo viacerých krajinách Európy tým, že týmto subjektom dávajú možnosť racionalizovať svoje funkcie back office a konsolidovať svoje riadenie eurovej likvidity (časť 2.1 kapitoly 2).

Eurosystem a účastníci trhu okrem toho pokračovali v prácach na projekte TARGET2-Securities (T2S). T2S bude platforma s viacerými menami, ktorú budú európski centrálni depozitári cenných papierov používať na vyrovnanie obchodov s cennými papiermi v peniazoch centrálnej banky. Rada guvernérov 17. júla 2008 prijala

13 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/64/ES z 13. novembra 2007 o platobných službách na vnútornom trhu, ktorá mení a dopĺňa smernice 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a 2006/48/ES, a ktorá ruší smernicu 97/5/ES.

14 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady 2560/2001/ES z 19. decembra 2001 o cezhraničných platbách v eurách.

15 Viac informácií na stránke [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm).

16 Stanovisko k novému nariadeniu o cezhraničných platbách v Spoločenstve (CON/2009/1).

17 Viac informácií na stránke [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm).

18 Stanovisko k smernici o začatí a vykonávaní činnosti a dohľade nad obozretným podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva (CON/2008/84).

rozhodnutie o vytvorení T2S a jeho vývojom a prevádzkou poverila Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France a Banca d'Italia. Poskytovaním harmonizovaných, bezhraničných a neutrálnych zúčtovacích služieb v eurách a iných menách bude T2S významným krokom k vytvoreniu integrovaného trhu s cenými papiermi a dôležitým príspevkom k finančnej integrácii v Európe (časť 2.2 kapitoly 2).

A nakoniec v oblasti riadenia kolaterálu sa Rada guvernérov v júli 2008 rozhodla vytvoriť jednotnú zdieľanú platformu (CCBM2) pre národné centrálné banky krajín eurozóny s cieľom konsolidovať a zvýšiť efektívnosť interných systémov Eurosystemu a zlepšiť riadenie likvidity a kolaterálu zmluvných strán. Úlohou vytvoriť a prevádzkovať túto platformu v mene Eurosystemu Rada guvernérov poverila Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a De Nederlandsche Bank. Platforma sa vyvíja v úzkej spolupráci s účastníkmi trhu (časť 2.3 kapitoly 2).

## 4 DOHĽAD NAD PLATOBNÝMI SYSTÉMAMI A INFRAŠTRUKTÚROU TRHU

Platobné systémy a systémy zúčtovania a vyrovnaní obchodov s cennými papiermi predstavujú základnú infraštruktúru potrebnú na riadne fungovanie trhovej ekonomiky. Sú nevyhnutné pre efektívny tok platieb za tovar, služby a finančné aktíva a ich plynulé fungovanie je dôležitým predpokladom realizácie menovej politiky centrálnej banky a udržania stability meny a dôvery v ňu, ako aj stability finančného systému a hospodárstva vo všeobecnosti.

Eurosystém sa prostredníctvom dohľadu a uplatňovaním minimálnych štandardov a požiadaviek snaží zabezpečiť bezpečnosť a efektívnosť platobných systémov a systémov vyrovnaní obchodov s cennými papiermi, ako aj bezpečnosť a efektívnosť centrálnych protistrán používajúcich euro. Cieľom dohľadu je predovšetkým zachovať systémovú stabilitu platobného systému obmedzovaním systémových rizík. V tejto súvislosti sa orgány dohľadu zameriavajú tak na jednotlivé platobné systémy a systémy vyrovnaní obchodov s cennými papiermi, ako aj na trhovú infraštruktúru ako celok (vzhľadom na vzájomnú závislosť týchto systémov). Dohľad Eurosystému sa vzťahuje aj na platobné nástroje, pričom hlavným kritériom je ich bezpečnosť a efektívnosť.

Zodpovednosť za vykonávanie dohľadu Eurosystému udeľuje zmluva. V záujme účinného a efektívneho dohľadu ECB a národné centrálné banky Eurosystému tieto úlohy plnia spôsobom, vďaka ktorému Eurosystém využíva výhody decentralizovanej štruktúry a zároveň zabezpečuje koordináciu všetkých svojich funkcií v oblasti dohľadu a jednotné uplatňovanie svojej politiky. Politika a požiadavky Eurosystému v oblasti dohľadu vychádzajú z medzinárodne uznávaných štandardov, ktoré sú prispôsobené špecifickým podmienkam a potrebám Eurosystému.

### 4.1 SYSTÉMY VEĽKÝCH PLATIEB A POSKYTOVATELIA INFRAŠTRUKTÚRNYCH SLUŽIEB

Eurosystém vykonáva dohľad nad systémami veľkých platieb, ktoré zúčtujú eurové transakcie, vrátane systémov, ktoré Eurosystém sám

riadi. Eurosystém pritom uplatňuje rovnaké štandardy na vlastné systémy i na systémy prevádzkované súkromnými osobami. Ide o tzv. základné zásady pre systémovo dôležité platobné systémy, ktoré stanovil Výbor krajín G10 pre platobné a zúčtovacie systémy (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) a ktoré prijala Rada guvernérov v roku 2001. Ich doplnkom sú očakávania orgánov dohľadu v súvislosti so zabezpečením nepretržitej prevádzky systémovo dôležitých platobných systémov, ktoré prijala Rada guvernérov v roku 2006 a ktoré majú všetky systémovo dôležité platobné systémy v eurozóne zaviesť do roku 2009.

Kľúčové platobné systémy, ktoré zúčtovávajú obchody v eurách (TARGET2, EURO1 a CLS), poskytovatelia infraštruktúrnych služieb (napr. SWIFT) a infraštruktúry na zúčtovanie a vyrovnanie obchodov s eurovými cennými papiermi sa úspešne vysporiadali s problémami spojenými s trhovými turbulenciami, ktoré pokračovali aj v roku 2008. Z pozície dohľadu z týchto udalostí vyplýva množstvo poučení, v neposlednom rade o dôležitosti primeraného riadenia kapacít zo strany prevádzkovateľov systémov a fungujúceho rámca krízovej komunikácie medzi orgánmi dohľadu, ostatnými príslušnými orgánmi a poskytovateľmi trhovej infraštruktúry.

#### TARGET2

Postupný prechod zo systému TARGET na systém TARGET2, ktorý sa začal v novembri 2007, bol plynulo ukončený podľa plánu 19. mája 2008, keď sa k TARGET2 pripojila posledná, tretia skupina národných bankových sektorov. Všetky činnosti dohľadu nad systémom TARGET2 koordinuje ECB, ktorá úzko spolupracuje so zúčastnenými národnými centrálnymi bankami. Národné centrálné banky majú na starosť dohľad nad lokálnymi prvkami systému TARGET2 a ich účasť na dohľade nad jeho centrálnymi prvkami je na báze dobrovoľnosti.

Začiatkom roka 2007, keď bol systém TARGET2 ešte vo vývoji, orgány dohľadu začali s komplexným hodnotením jeho koncepcie



v porovnaní so základnými zásadami pre systémovo dôležité platobné systémy a očakávaniami Euro systému v súvislosti so zabezpečením ich nepretržitej prevádzky. Prvé výsledky hodnotenia boli povzbudivé a na konci roka 2007 orgány dohľadu nad systémom TARGET2 dospeli k záveru, že TARGET2 pravdepodobne v plnej miere splní všetky relevantné základné zásady za predpokladu, že prevádzkovateľ systému v priebehu roka vyrieši viacero pripomienok dohľadu v zmysle schváleného plánu prác. V novembri 2008 prevádzkovateľ systému orgánom dohľadu predložil správu, v ktorej podrobne uviedol, akým spôsobom boli splnené jednotlivé body uvedené v pláne prác. Orgány dohľadu nad systémom TARGET2 posúdili správu a kroky, ktoré prevádzkovateľ uskutočnil, a v marci 2009 rozhodovacím orgánom ECB predložili konečnú správu o hodnotení koncepcie systému TARGET2 zo strany orgánov dohľadu. K dispozícii bude aj verejná verzia hodnotiacej správy.

Podľa názoru orgánov dohľadu nad systémom TARGET2 prevádzka systému prebieha podľa očakávaní. Ich osobitnú pozornosť a zárok si vyžiadala len jeden väčší incident, ktorý nastal 30. júna 2008. S prevádzkovateľom systému boli prekonzultované konkrétne odporúčania dohľadu a boli vykonané nápravné opatrenia.

### EURO1

EURO1 je platobný systém pre veľké cezhraničné a domáce eurové transakcie medzi bankami pôsobiacimi v EÚ. Prevádzkuje ho klíringová spoločnosť Euro Banking Association – EBA CLEARING. EURO1 funguje na báze viacstranného čistého zúčtovania. Pozície účastníkov systému EURO1 na konci dňa sa nakoniec vyrovnávajú v systéme TARGET2 v peniazoch centrálnej banky, pričom ECB hrá úlohu agenta zúčtovania. V roku 2008 sa činnosť v oblasti dohľadu okrem iného sústredila na prechod vyrovnania koncodňových pozícií v systéme EURO1 do systému TARGET2 v máji 2008, keď zanikol systém TARGET. Prechod na systém TARGET2 prebehol bez problémov.

Dňa 7. júla 2008 EBA CLEARING v systéme EURO1 vytvorila dve ďalšie okná na distribúciu likvidity v rámci možnosti flexibilného vyrovnania (Flexible Settlement Capability), označovanej aj ako likviditný most, jedno o 13:00 a druhé o 15:30. Tento likviditný most umožňuje spracovať platby, ktoré by inak boli pozastavené, keď banky dosiahnu svoj debetný alebo kreditný limit v systéme EURO1. Účelom týchto dvoch dodatočných okien na distribúciu likvidity je znížiť zostatky vedené na predbežných zúčtovacích účtoch EURO1 v systéme TARGET2 a maximalizovať recykláciu predplatenej likvidity. Ich vytvorenie vyvolalo kladné reakcie orgánov dohľadu tak v prípade EURO1, ako aj TARGET2.

### SYSTÉM CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Systém Continuous Linked Settlement (CLS) poskytuje služby vo viacerých menách na simultánne (platba-proti-platbe) finálne zúčtovanie platobných príkazov súvisiacich s devízovými transakciami. Pomocou mechanizmu platba-proti-platbe CLS v podstate eliminuje riziko zúčtovania v cudzej mene, teda riziko, že jedna zo strán devízovej transakcie zaplatí menou, ktorú predala, ale nedostane menu, ktorú kúpila.

Systém CLS bol spustený v roku 2002 a spočiatku zúčtoval devízové transakcie v siedmich hlavných menách vrátane eura. Po schválení zúčtovania v mexických pesách a izraelských šekloch zo strany orgánov dohľadu nad systémom CLS v roku 2008 CLS v súčasnosti zúčtovala transakcie v 17 menách. Okrem toho zúčtovala platobné transakcie v jednej mene, ktoré sú spojené s obmedzeným počtom finančných nástrojov, t. j. neburzovými transakciami s úverovými derivátmi a forwardovými transakciami bez doručenia.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Definujú sa ako forwardové devízové transakcie s čistým hotovostným zúčtovaním, pri ktorých dve zmluvné strany uzavrujú dva fiktívne devízové obchody a rozdiel medzi nimi vyrovnajú v hotovosti v dohodnutej mene. Meny stanovené v týchto dvoch fiktívnych devízových transakciách si zmluvné strany forwardu bez doručenia fyzicky nevymieňajú.

Manažérom CLS je CLS Bank International (CLS Bank) so sídlom v New Yorku. Vlastníkmi CLS Bank sú súkromné banky a iné finančné inštitúcie. Primárnu zodpovednosť za dohľad nad systémom CLS prevzal Federálny rezervný systém v rámci dohody o spolupráci v dohľade uzavretej medzi centrálnymi bankami krajín G10 a centrálnymi bankami krajín, ktorých meny sa v systéme CLS používajú. V rámci tohto spoločného dohľadu plní ECB (v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami eurozóny) úlohu hlavného orgánu dohľadu nad zúčtovaním transakcií v eurách.

Z hľadiska hodnoty je CLS najväčším platobným systémom zúčtovávacím eurové transakcie mimo eurozóny. To znamená, že bezpečnosť a efektívnosť CLS a dodržiavanie politických zásad<sup>20</sup> Eurosystemu sú pre Eurosystem prvoradé. V decembri 2008 CLS zúčtoval priemerne 473 000 devízových transakcií denne, pričom priemerný denný objem zúčtovaných transakcií predstavoval 3,3 bil. €. <sup>21</sup> V porovnaní s decembrom 2007, keď CLS denne zúčtoval v priemere 381 436 transakcií s priemerným denným objemom 2,9 bil. €, to predstavuje podstatný nárast. S podielom 21 % zo všetkých transakcií zúčtovaných v rámci CLS bolo euro aj naďalej druhou najdôležitejšou zúčtovacou menou po americkom dolári (podiel 44 %). Priemerný denný objem transakcií v systéme CLS zúčtovaných v eurách dosiahol 560 mld. €.

V roku 2008 Banka pre medzinárodné zúčtovanie vydala správu „Pokrok v znižovaní rizika devízového zúčtovania“.<sup>22</sup> Správa, ktorá obsahuje aj príspevky Eurosystemu, poukazuje na to, že komplexná dlhodobá stratégia schválená centrálnymi bankami krajín G10 v roku 1996 značne znížila systémové riziko vyplývajúce zo spôsobu, akým sa zúčtujú devízové transakcie. Zároveň však upozorňuje, že jednotlivé inštitúcie, odvetvové skupiny a centrálné banky by mali pokračovať na odstránení zostávajúcich rizík a zabrániť strate už dosiahnutého pokroku.

## SWIFT

ECB v spolupráci s centrálnymi bankami krajín G10 vykonáva dohľad nad systémom

SWIFT, pričom prvoradú zodpovednosť nesie Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Hlavným cieľom dohľadu G10 nad systémom SWIFT je zabezpečenie bezpečnosti, spoľahlivej a nepretržitej prevádzky a odolnosti jeho infraštruktúry. V roku 2008 pracovníci dohľadu hodnotili, či SWIFT tieto ciele nasleduje prostredníctvom opatrení zameraných na správne riadenie, štruktúry, procesy, postupy riadenia rizík a kontrolné mechanizmy, ktoré mu umožňujú účinne riadiť potenciálne riziká ohrozujúce riadne fungovanie infraštruktúr trhu používajúcich SWIFT a finančnú stabilitu vo všeobecnosti.

V roku 2008 dohľad nad systémom SWIFT venoval osobitnú pozornosť projektu viaczónovej komunikačnej architektúry. Spracovanie v systéme SWIFT bude rozdelené do dvoch zón – transatlantickej a európskej – s cieľom zvýšiť spracovateľskú kapacitu infraštruktúry, zlepšiť jej odolnosť a splniť európske požiadavky na ochranu dát. Súčasťou projektu, ktorý sa bude realizovať v dvoch etapách do roku 2010, resp. 2013, bude vytvorenie nového globálneho operačného centra v Európe, ktoré bude slúžiť tak transatlantickej, ako aj európskej zóne. Európski klienti SWIFT-u budú automaticky zaradení do európskej zóny a všetky ich vnútroeurópske operácie sa budú spracovávať a archivovať v Európe. Pracovníci dohľadu hodnotia postupy systému SWIFT pri projektovaní tejto infraštruktúry a jej uvádzaní do prevádzky a zároveň sledujú, či je venovaná dostatočná pozornosť priebežnej odolnosti a dostupnosti služieb SWIFT, ktoré majú zásadný význam pre udržanie globálnej finančnej stability.

20 „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling eurodenominated payment transactions“ (Zásady politiky Eurosystemu v otázke umiestnenia a prevádzky infraštruktúr na zúčtovanie transakcií v eurách), júl 2007.

21 Hotovostné zúčtovanie každého devízového obchodu pozostáva z dvoch platobných transakcií, jednej v každej použitej mene. V decembri 2008 tak prostredníctvom CLS bolo zúčtovaných 236 936 obchodov s priemerným denným objemom 1,65 bil. €.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>

## 4.2 RETAILOVÉ PLATOBNÉ SYSTÉMY A NÁSTROJE

Eurosystém vykonáva dohľad aj nad retailovými platobnými systémami a nástrojmi. V roku 2008 naďalej monitoroval plynulé fungovanie systému STEP2 – platobného systému EBA CLEARING pre cezhraničné, a v rastúcej miere aj domáce, retailové platby v eurách. V roku 2008 bolo potrebné posúdiť zhodu celého radu zmien systému s platnými štandardmi dohľadu.

V januári 2008 EBA CLEARING v rámci systému STEP2 spustila služby SEPA úhrad na spracovanie bezhotovostných platieb, ktoré spĺňajú podmienky stanovené v súbore pravidiel Európskej platobnej rady pre SEPA úhrady. V máji 2008 bol zavedený ďalší vnútrodený cyklus pre SEPA úhrady, ktorý má uspokojiť potreby vyplývajúce z prechodu domáceho platobného styku krajín eurozóny na túto novú službu. Systém zaznamenal významnú zmenu 8. decembra 2008, keď sa služby zúčtovania SEPA úhrad presunuli do systému TARGET2. Predtým sa bezhotovostné úhrady zúčtovali v systéme EURO1, tak ako zatiaľ aj ostatné služby STEP2. Tieto zmeny nemali žiadny vplyv na mieru dodržiavania platných štandardov dohľadu zo strany STEP2.

V januári 2008 Rada guvernérov schválila rámec dohľadu nad schémami kartových platieb v eurozóne, pričom zohľadnila pripomienky získané v rámci verejnej konzultácie uskutočnenej v roku 2007. V máji 2008 Eurosystém v rámci dohľadu začal hodnotiť dodržiavanie nových štandardov dohľadu zo strany schém kartových platieb v eurozóne. Do hodnotenia bolo zahrnutých 26 schém, z toho štyri medzinárodné. Medzinárodné kartové schémy hodnotia spoločné hodnotiace skupiny zložené z centrálnej banky, ktorá dohľad vedie, a iných dobrovoľne zapojených centrálnych bánk.<sup>23</sup> Hodnotenia jednotlivých národných a medzinárodných kartových schém budú podliehať kontrole zo strany iných centrálnych bánk, aby sa zabezpečilo jednotné uplatňovanie štandardov dohľadu. Predpokladá sa, že bude zverejnená celková hodnotiacia správa, v ktorej budú opísané hlavné výsledky na agregátnej úrovni.

V roku 2008 Eurosystém začal pracovať na vývoji rámcov dohľadu nad novými platobnými nástrojmi SEPA vytvorenými Európskou platobnou radou, t. j. nad systémom SEPA úhrad uvedeným do prevádzky 28. januára 2008 a systémom SEPA inkás, ktorého spustenie je naplánované na rok 2009. Po vypracovaní rámcov dohľadu sa plánuje ich verejná konzultácia.

## 4.3 ZÚČTOVANIE A VYROVNANIE OBCHODOV S CENNÝMI PAPIERMI A DERIVÁTMI

Eurosystém kladie veľký dôraz na plynulé fungovanie systémov zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi, pretože výpadky v zúčtovaní, vyrovaní a úschove kolaterálu by mohli ohroziť výkon menovej politiky, plynulé fungovanie platobných systémov a udržiavanie finančnej stability.

Eurosystém z pozície používateľa systémov vyrovnania obchodov s cennými papiermi (securities settlement systems – SSS) hodnotí dodržiavanie používateľských štandardov Eurosystému<sup>24</sup> v SSS v eurozóne, ako aj ich vzájomné prepojenia. SSS a ich prepojenia môžu byť použité v úverových operáciách Eurosystému, ak spĺňajú uvedené používateľské štandardy, ktoré sú zároveň meradlom pri hodnotení Eurosystému v prípade nových SSS alebo prepojení, resp. v prípade podstatných zmien už schválených systémov.

V roku 2008 bol hodnotený jeden nový systém (VP Lux) a jedno nové prepojenie. Podľa záverov hodnotenia spĺňajú používateľské štandardy Eurosystému. Rada guvernérov v rámci príprav na vstup Slovenska do eurozóny 1. januára 2009 vyhodnotila aj slovenský SSS. Záverom hodnotenia bolo, že tento SSS spĺňa používateľské štandardy a je teda akceptovateľný v rámci

23 ECB v rámci Eurosystému vedie dohľad nad spoločnosťami VISA, American Express a Diners/Discover. Ako člen hodnotiacej skupiny sa zúčastňuje na spoločnom dohľade nad spoločnosťou MasterCard, pričom v tomto prípade dohľad vedie Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

24 „Štandardy používania systémov vyrovnania obchodov s cennými papiermi v EÚ v rámci úverových obchodov ESCB“, január 1998.

menovopolitických a vnútrodných úverových operácií Eurosystemu. Eurosystem okrem toho uskutočnil prvé komplexné hodnotenie všetkých už existujúcich SSS, prepojení a nepriamych prepojení. Výsledky tohto hodnotenia by mali byť k dispozícii na jar 2009.

V roku 2008 Eurosystem posúdil novú dohodu o držbe týkajúcu sa medzinárodných dlhových cenných papierov v globálnej registrovanej podobe emitovaných spoločne dvomi medzinárodnými centrálnymi depozitármi cenných papierov – Euroclear Bank (Belgicko) a Clearstream Banking Luxembourg. Táto dohoda, ktorá má byť uvedená do praxe do polovice roka 2010, vychádza z hlavných zásad dohody o novej globálnej zmenke (New Global Note) zavedenej v roku 2006 pre medzinárodné dlhové cenné papiere v globálnej forme na doručiteľa. Vzhľadom na pokles emisie medzinárodných dlhových cenných papierov v podobe individuálnych zmienek nebola revízia štruktúry ich držby opodstatnená. Z tohto dôvodu boli tieto cenné papiere vyradené zo zoznamu aktív akceptovateľných v úverových operáciách Eurosystemu. Bolo stanovené prechodné obdobie do 30. septembra 2010, počas ktorého sa cenné papiere tohto druhu vydané do tohto dátumu budú až do splatnosti naďalej akceptovať ako kolaterál.

### **ODPORÚČANIA ESCB A CESR TÝKAJÚCE SA ZÚČTOVANIA A VYROVNANIA OBCHODOV S CENNÝMI PAPIERMI V EURÓPSKEJ ÚNII**

V roku 2001 schválila Rada guvernérov ECB rámec pre spoluprácu medzi ESCB a CESR v oblasti systémov zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi. V tom istom roku bola vytvorená spoločná pracovná skupina, ktorej úlohou bolo prispôsobiť odporúčania CPSS a Medzinárodnej organizácie komisií pre cenné papiere (odporúčania CPSS-IOSCO) adresované SSS, a od roku 2004 aj odporúčania adresované centrálnym protistranám, podmienkam EÚ. V roku 2005 sa práce zastavili kvôli trom nevyriešeným otázkam týkajúcim sa rozsahu, obsahu a právneho základu odporúčaní ESCB a CESR.

Dňa 3. júna 2008 Rada ECOFIN formálne navrhla ESCB a CESR, aby svoj návrh „Štandardov pre zúčtovanie a vyrovnanie obchodov s cennými papiermi v EÚ“ upravili a finalizovali do jesene 2008 a aby pritom rešpektovali viacero zásad. Konkrétne išlo o nasledujúce zásady: i) prijaté znenie by malo mať podobu nezáväzných odporúčaní adresovaných výlučne orgánom verejnej správy, a nie účastníkom trhu, ii) jeho rozsah by mal zahŕňať medzinárodných centrálnych depozitárov cenných papierov, a vylučovať banky plniace úlohu uschovávatel'a, a iii) v prípade kontroly úverového a likviditného rizika by mal byť prijatý štandard akceptovaný v G10 – odporúčanie CPSS-IOSCO č. 9 pre SSS.

Pracovná skupina ESCB a CESR na základe žiadosti Rady ECOFIN obnovila svoju činnosť a vypracovala návrh súboru odporúčaní, ktoré boli predmetom verejnej konzultácie od 23. októbra 2008 do 23. januára 2009. Počas konzultačného obdobia sa uskutočnila verejná diskusia zainteresovaných strán.

Do tejto činnosti boli v rôznych fázach zapojení aj Európsky parlament, Európska komisia, CEBS, účastníci trhu a rôzne asociácie. Konečné schválenie revidovaných odporúčaní zo strany CESR, Rady guvernérov a národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny sa očakáva v prvom štvrtroku 2009. CEBS paralelne vykonáva analýzu s cieľom nájsť oblasti, ktoré si vyžadujú ďalšie opatrenia na vyplnenie medzier medzi odporúčaniami ESCB a CESR a bankovými predpismi, ktoré sa vzťahujú na banky s internými zúčtovacími a vyrovnávacími aktivitami.

Odporúčania budú po ich finalizácii používať orgány dohľadu centrálnych bánk a regulátori cenných papierov v záujme ochrany zdravia a efektívnosti zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi v EÚ, ako aj na zabezpečenie rovnakých konkurenčných podmienok pre rôzne infraštruktúry. Odporúčania ESCB a CESR sú doplnkom práce iných fór EÚ a považujú sa za jeden z pilierov politiky EÚ v sektore poobchodných služieb, spolu so systé-

mom TARGET2-Securities, Kódexom správaní v oblasti zúčtovania a vyrovnania, a odstránením Giovannininho prekážok.

#### **ZNIŽOVANIE RIZIKA ZMLUVNEJ STRANY V SWAPOCH UZAVRETÝCH PRE PRÍPAD NEPLATENIA ÚVERU (CREDIT DEFAULT SWAPS – CDS)**

Podľa údajov BIS fiktívna hodnota otvorených swapov pre prípad neplatenia úveru (CDS) v júni 2008 dosahovala 57 bil. USD, čo tvorí približne 8 % všetkých neburzových derivátov (OTC). Po nepokojoch na finančných trhoch v roku 2008 sa potreba odolnejšieho operačného rámca na podporu riadneho spracovania obchodov s neburzovými derivátmi, ktorá bola identifikovaná v správe CPSS z marca 2007 nazvanej „New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives“ (Vývoj v oblasti zúčtovania a vyrovnania obchodov s neburzovými derivátmi), ukázala byť ešte naliehavejšou. ECB 3. novembra 2008 zorganizovala stretnutie so zainteresovanými stranami, ktorého predmetom bolo vytvorenie centrálnych protistrán pre swapy CDS. Medzi účastníkmi boli potenciálni poskytovatelia takýchto centrálnych protistrán, dileri, používatelia a regulátori. Stretnutie bolo doplnkom k iniciatívam, ktoré v tejto oblasti vedie Federálna rezervná banka v New Yorku a Európska komisia. ECB bola tiež zapojená do pracovnej skupiny vytvorenej Európskou komisiou, ktorá sa zaoberá krátkodobými i dlhodobými otázkami dohľadu, regulácie a konkurencie na trhu s derivátmi s cieľom podporovať finančnú stabilitu. Všetky zainteresované strany zdôraznili výhody viacerých alternatív a prinajmenšom jedného európskeho riešenia. Rada guvernérov 18. decembra 2008 pripomenula dôležitosť posilnenia infraštruktúry pre neburzové deriváty a potrebu minimálne jednej európskej protistrany pre úverové deriváty. Vzhľadom na jej potenciálne systémový význam by sa európska centrálna protistrana mala nachádzať na území eurozóny.

Eurosystem zdieľa názor Fóra pre finančnú stabilitu a Európskej komisie na dôležitosť zníženia rizika zmluvnej strany a zvýšenia transparentnosti na neburzových trhoch s derivátmi, a to najmä v oblastiach systémového významu

(napr. úverových derivátoch). Vytvorenie centrálnej protistrany pre neburzové deriváty sa považuje za dobré riešenie, pretože centrálna protistrana vďaka koncentrovaniu otvorených pozícií na jednom mieste i) znižujú riziko zmluvnej strany, ktorému sa účastníci trhu vystavujú, a zvyšujú efektívnosť riadenia rizík, ii) zvyšujú integritu trhu, transparentnosť a dostupnosť informácií, iii) štandardizujú kritériá na hodnotenie miery angažovanosti a iv) uvoľňujú kapitál. Eurosystem v tomto smere oznámil svoj zámer spolupracovať s inými orgánmi, aby umožnil účinný spoločný postup súkromného sektora. V decembri 2008 Rada ECOFIN vyzvala ESCB a CESR, aby svoj návrh odporúčaní k centrálnym protistranám upravili tak, aby jednoznačne riešili otázku rizík spojených s neburzovými derivátmi.

#### **4.4 OSTATNÉ ČINNOSTI**

V záujme informovania orgánov verejnej správy, poskytovateľov trhovej infraštruktúry a účastníkov trhu a širokej verejnosti o vývoji rámca dohľadu a svojej činnosti v dohľade nad konkrétnymi platobnými systémami ECB 11. júla 2008 vydala správu „Payment systems and market infrastructure oversight report 2007“ (Správa o dohľade nad platobnými systémami a infraštruktúrou trhu za rok 2007). Táto správa bola prvou publikáciou venovanou činnosti ECB v oblasti dohľadu. Rozsah správy sa v budúcnosti rozšíri a nasledujúce vydania budú vychádzať pod hlavičkou Eurosystemu.

Vzhľadom na to, že platobné infraštruktúry a infraštruktúry pre vyrovnanie obchodov s cennými papiermi sú nevyhnutným predpokladom riadneho fungovania trhových ekonomík, je dôležité, aby tieto infraštruktúry vrátane ich účastníkov a tretích strán poskytujúcich súvisiace služby uplatňovali účinné a efektívne postupy riadenia rizík a nepretržitej prevádzky a aby spĺňali príslušné národné a medzinárodné štandardy. Vzhľadom na množstvo vzájomných závislostí medzi rôznymi trhovými infraštruktúrami a potrebu zabezpečiť vysokú mieru výmeny informácií a vzájomného

porozumenia sa ECB a národné centrálné banky krajín EÚ rozhodli podporovať výmenu informácií o medzinárodných a národných štandardoch súvisiacich s odolnosťou a predovšetkým štandardoch týkajúcich sa zabezpečenia nepretržitej prevádzky. Vo februári 2008 ECB na svojej internetovej stránke vytvorila stránku venovanú otázke zabezpečenia nepretržitej prevádzky trhovej infraštruktúry.<sup>25</sup> Zainteresované subjekty na tejto stránke nájdu informácie o najnovších štandardoch nepretržitej prevádzky vzťahujúcich sa na infraštruktúry v Európe, ako aj slovník súvisiacich pojmov a aktuálne informácie o vývoji v tejto oblasti v rámci Európy. Na stránke sú uvedené aj odkazy na centrálné banky a iné regulačné orgány, ktoré vydali príslušné štandardy a trhové praktiky platné v ich krajinách (vrátane krajín mimo Európy, ako napr. Spojených štátov, Hongkongu a Japonska).

V snahe zabezpečiť jednotné používanie pojmov vo všetkých publikáciách ESCB týkajúcich sa platieb, zúčtovania a vyrovnania, ECB 30. septembra 2008 vydala na verejnú konzultáciu slovník pojmov súvisiacich s technickými aspektmi platobných, zúčtovacích a vyrovnacích systémov v EÚ. Kvôli lepšej akceptácii sú jednotlivé pojmy v tomto slovníku opísané jednoduchým a neprávnickým jazykom. Konečná verzia slovníka pojmov bude zverejnená na internetovej stránke ECB.

ECB okrem toho každý rok zverejňuje štatistické údaje o platobnom styku a obchodovaní s cennými papiermi, ich zúčtovaní a vyrovaní. Tieto údaje sa delia na jednotlivé krajiny a od roku 2007 sú k dispozícii len v elektronickej podobe prostredníctvom Štatistickej databázy na internetovej stránke ECB. Údaje za rok 2007 boli zverejnené 26. novembra 2008.

<sup>25</sup> Táto stránka sa nachádza na adrese <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>



Na rozlúčkovej slávnosti 22. októbra 2003 odovzdáva Willem F. Duisenberg Jeanovi-Claudovi Trichetovi zvonec, ktorý sa používa na zasadnutiach Rady guvernérov

**KAPITOLA 5**

**EURÓPSKE  
A MEDZINÁRODNÉ  
VZŤAHY**



# I EURÓPSKE OTÁZKY

ECB v roku 2008 pokračovala v udržiavaní pravidelných kontaktov s európskymi inštitúciami a fórami, osobitne s Európskym parlamentom (kapitola 6), Radou ECOFIN, Euroskupinou a Európskou komisiou. Prezident ECB sa zúčastňoval na zasadnutiach Rady ECOFIN, na ktorých sa rokovalo o otázkach spojených s úlohami a cieľmi ESCB, ako aj na zasadnutiach Euroskupiny. Predseda Euroskupiny a komisár pre hospodárske a menové záležitosti sa zúčastňovali na rokovaní Rady guvernérov, pokiaľ to považovali za užitočné.

## 1.1 OTÁZKY HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

### PAKT STABILITY A RASTU

Spočiatku priaznivé makroekonomické prostredie v roku 2008 podporovalo zlepšovanie rozpočtovej rovnováhy vo väčšine krajín a v prípade piatich zo šiestich členských štátov s nadmerným deficitom na konci roku 2007 viedlo aj k zrušeniu postupov pri nadmernom deficite. V júni 2008 Rada ECOFIN ukončila postup pri nadmernom deficite voči Českej republike, Taliansku, Portugalsku a Slovensku. V júli 2008 pristúpila k rovnakému kroku aj v prípade Poľska. V prípade Slovenska išlo o odstránenie závažnej prekážky v procese prijímania eura v roku 2009. Čo sa týka Grécka, úprava deficitu za rok 2007 z 2,8 % na 3,5 % HDP nevedla k procedurálnym krokom v rámci postupu pri nadmernom deficite.

Zhoršenie makroekonomického prostredia počas roka a vplyv finančnej krízy na výber daní však vyvinuli tlak na verejné financie a viedli k návratu vysokých deficitov, a to najmä v krajinách, ktoré počas ekonomicky priaznivého obdobia nevenovali dostatočnú pozornosť konsolidácii. V júli 2008 Rada ECOFIN začala konanie v prípade nadmerného deficitu voči Spojenému kráľovstvu a v súlade s článkom 104 ods. 7 zmluvy mu odporučila, aby najneskôr do začiatku finančného roku 2009/2010 znížilo svoj deficit pod hranicu 3 % HDP. Voči Maďarsku sa počas roka 2008 stále uplatňoval postup pri nadmernom deficite, pričom posledným termínom na úpravu deficitu sa stal rok

2009. Komisia okrem toho v máji 2008 poskytla Francúzsku poradenstvo v oblasti hospodárskej a rozpočtovej politiky a odporučila mu vykonať potrebnú konsolidáciu verejných financií a prijať štrukturálne reformy. V júni 2008 Komisia poskytla poradenstvo aj Rumunsku, vzhľadom na potrebu prijať záväzný strednodobý fiškálny rámec a hroziace riziko, že deficit prekročí 3 % HDP.

Rámec politiky vytvorený Paktom stability a rastu v máji schválila aj Euroskupina. Ministri poukázali na fakt, že v prípade niektorých krajín budú potrebné ambicióznejšie politiky, ak chcú splniť ustanovenia preventívnych opatrení paktu a dosiahnuť rozpočtové ciele Berlínskej dohody z roku 2007, konkrétne dosiahnutie strednodobých cieľov členskými štátmi v rokoch 2008 a 2009, avšak najneskôr do roku 2010.

Vzhľadom na zhoršujúcu sa situáciu na finančných trhoch počas roka, ktorá vo finančnom sektore vyústila do prepadu dôvery, Rada ECOFIN v októbri vyzvala k finančnej obozretnosti, ktorá by podporila dôveru. Ministri opätovne vyjadrili názor, že pakt zostáva i naďalej vhodným rámcom a mal by sa plne uplatňovať. Očakávané spomalenie by mali stlmiť najmä automatické stabilizátory. Čo sa týka dlhodobej udržateľnosti verejných financií, Rada ECOFIN prerokovala návrhy, ako zahrnúť do definície strednodobých cieľov fiškálne bremeno vyvolané starnutím populácie.

### LISABONSKÁ STRATÉGIA

Lisabonská stratégia, rozsiahly program hospodárskych, sociálnych a environmentálnych reforiem v Európskej únii, vstúpila v roku 2008 do ďalšieho trojročného cyklu, v poradí už druhého od jej prehodnotenia v roku 2005.

Na jar 2008 Európska rada potvrdila integrované usmernenia prijaté na obdobie rokov 2005 až 2008 a zdôraznila, že aktuálny cyklus by sa mal zameriavať na implementáciu prijatých cieľov. Tieto usmernenia doplnila aj o špecifické odporúčania pre jednotlivé členské štáty a o horizontálne usmernenie adresované krajinám eurozóny. Európska komisia bola prizvaná,

aby pracovala spolu s členskými štátmi na jasnej a transparentnej metodike monitorovania a vyhodnocovania lisabonských reforiem. S cieľom zabezpečiť pokračovanie štrukturálnych reforiem Európska rada okrem toho vyzvala Komisiu, Radu EÚ a národných koordinátorov Lisabonskej stratégie na diskusiu o budúcnosti Lisabonskej stratégie po roku 2010.

Na jeseň 2008 členské štáty predložili svoje národné reformné programy. Tieto programy opisujú pokrok, ktorý členské štáty doteraz dosiahli pri implementácii stratégií štrukturálnych reforiem. Úlohou týchto stratégií je zabezpečiť udržateľnosť a kvalitu verejných financií, zlepšiť regulačné prostredie pre podniky, zvýšiť investície do výskumu, vývoja a inovácií a prijať opatrenia na podporu účasti zamestnancov a na zvýšenie flexibility pracovného trhu. Na konci roku 2008 Európska komisia zverejnila prvé hodnotenie implementácie Lisabonského programu Spoločenstva na roky 2008 až 2010, prijatého v závere roka 2007, ktorý dopĺňa národné reformné programy a podrobnejšie určuje potrebné opatrenia na úrovni EÚ. V rámci Plánu hospodárskeho oživenia v Európe (European Economic Recovery Plan – EERP)<sup>1</sup> Komisia tiež navrhla dodatočné opatrenia na podporu Lisabonskej stratégie.

Európska centrálna banka opakovane zdôraznila dôležitosť prijatia štrukturálnych reforiem zameraných na podporu rastu a zamestnanosti. Predovšetkým členské štáty eurozóny by mali prijať rozsiahle reformy zamerané na dobré fungovanie HMÚ.

## VÝVOJ NA FINANČNOM TRHU A FINANČNÁ INTEGRÁCIA

Politiky uplatňované Európskou úniou v oblasti finančných trhov počas roka 2008 boli do veľkej miery ovplyvňované finančnou krízou. Odpoveďou na turbulencie na finančných trhoch, ktoré sa začali objavovať v auguste 2007, boli tri „cestovné mapy“ prijaté Radou EÚ v druhej polovici roka 2007. Tieto cestovné mapy obsahovali opatrenia, ktorých cieľom bolo i) odpovedať na finančné turbulencie, ii) posilniť opatrenia EÚ na zabezpečenie finanč-

nej stability a iii) preskúmať Lamfalussyho proces pre finančnú reguláciu a dohľad.

V priebehu roka 2008 bol vo všetkých troch cestovných mapách dosiahnutý významný pokrok. V prípade odpovede na finančné turbulencie Európska komisia v júli zverejnila svoje návrhy podmienok pre autorizáciu, pôsobenie a dohľad nad úverovými ratingovými agentúrami. V októbri ďalej predstavila návrh na úpravu a doplnenie smernice o kapitálových požiadavkách (kapitola 4, časť 2). V rámci posilnenia opatrení EÚ na zabezpečenie finančnej stability podpísali orgány dohľadu, centrálné banky a ministri financií členských štátov EÚ memorandum o porozumení a spolupráci v oblasti cezhraničnej finančnej stability, ktoré vstúpilo do platnosti v júni. Významný pokrok bol dosiahnutý aj v preskúmaní Lamfalussyho procesu. Výsledkom bola dohoda o zahrnutí rozmeru EÚ do mandátov národných orgánov dohľadu do polovice roka 2009 a o zriadení „kolégií orgánov dohľadu“ v prípade najväčších medzinárodných finančných skupín.

Po zintenzívnení finančnej krízy na jeseň roku 2008 inštitúcie EÚ a členské štáty odpovedali posilnením koordinácie opatrení určených na boj proti staronovým problémom. Hlavy štátov alebo vlád krajín eurozóny reagovali 12. októbra prijatím spoločného akčného plánu. Dňa 15. októbra Európska rada schválila princípy prijaté krajinami eurozóny a vyzvala členské štáty EÚ, aby sa pri prijímaní národných opatrení držali schváleného akčného plánu. Prezident ECB sa zúčastnil na oboch rokovaníach.

Hlavným cieľom spoločného akčného plánu bolo zaistiť finančným inštitúciám potrebnú likviditu, poskytnúť financovanie bankám, poskytnúť finančným inštitúciám dodatočné kapitálové zdroje, uľahčiť efektívnu rekapitalizáciu bánk,

<sup>1</sup> Tieto štrukturálne opatrenia zahŕňajú: i) urýchlenie implementácie opatrení na zlepšenie podnikateľského prostredia, ii) zlepšenie fungovania pracovných trhov, iii) zníženie nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily a iv) zvýšenie investícií do verejnej infraštruktúry. Plán hospodárskeho oživenia v Európe tiež zdôrazňuje dôležitosť zjednodušenia prístupu na medzinárodné trhy a zintenzívnenie spolupráce v oblasti medzinárodnej regulácie.

ktoré sa ocitli v ťažkostiach, a zabezpečiť dostatočnú flexibilitu pri implementácii účtovných pravidiel. Okrem toho bola zriadená krízová jednotka, ktorá zabezpečí rýchle a efektívne konanie v krízových situáciách. V tejto jednotke majú zastúpenie predstavitelia predsedníckej krajiny EÚ, predseda Európskej komisie, prezident ECB (v spolupráci s centrálnymi bankami ostatných členských štátov EÚ), predseda Eurskupiny a vlády členských štátov.

### OSTATNÉ POLITIKY EÚ

Európska centrálna banka sledovala vývoj v oblasti politík EÚ o energetike a klimatických zmenách, ktoré by mohli mať vplyv na makroekonomický vývoj, cenovú stabilitu a rozpočtové pozície. Pokiaľ ide o energetickú politiku, lepšie fungovanie vnútorného energetického trhu EÚ môže mať pozitívny dopad na vývoj cien energií a môže zlepšiť predvídateľnosť dodávok energie. V prípade oboch politík bolo primárnym

cieľom počas roka 2008 premietnuť ambiciózne záväzky EÚ do legislatívy.<sup>2</sup> ECB tiež monitorovala vývoj v oblasti spoločnej poľnohospodárskej politiky (SPP), najmä pokiaľ ide o jej vplyv na ceny potravín. Rada EÚ reagovala na rast cien potravín prijatím niekoľkých opatrení s cieľom zvýšiť dostupnosť potravín, ako napríklad predaj verejných zásob, dočasné zrušenie povinnosti farmárov neobrať časť ich úrodnej pôdy, zvýšenie kvót na mlieko a dočasné zrušenie dovozných ciel na obilniny. Po tom, ako Komisia spustila previerku SPP, Rada EÚ v novembri 2008 rozhodla o modernizácii a zjednodušení SPP a v rámci zvýšeného dopytu po potravinách rozhodla o zrušení zostávajúcich obmedzení pre farmárov.

2 Podľa legislatívneho balíka v oblasti klímy a energií by mala EÚ do roku 2020 znížiť emisie skleníkových plynov v porovnaní s rokom 1990 o 20 % a zvýšiť mieru využívania obnoviteľných zdrojov energie na 20 % z celkovej spotreby energie v EÚ. Energetická efektívnosť by sa mala okrem toho zvýšiť o 20 %.

## Box 12

### DESAŤ ROKOV HMÚ

Rok 2008 sa niesol v znamení desiateho výročia ECB, Eurosystemu a ESCB. Toto výročie bolo vhodnou príležitosťou na zhodnotenie prvého desaťročia HMÚ a na vyvodenie ponaučení zo skúseností získaných počas tohto obdobia.

V máji 2008 ECB publikovala špeciálne vydanie Mesačného bulletinu, v ktorom zhrnula prácu a výsledky Eurosystemu a venovala sa výzvam, ktorým Eurosystem a eurozóna na začiatku druhého desaťročia čelia. Prvé desaťročie HMÚ potvrdilo schopnosť ECB zodpovedne vykonávať mandát zakotvený v zmluve. Aj v zložitom vonkajšom prostredí charakterizovanom najmä podstatným nárastom cien komodít sa jej podarilo udržať cenovú stabilitu. Spotrebiteľské ceny v eurozóne rástli v rokoch 1999 až 2007 priemerne o 2,1 % ročne, čo predstavuje podstatne nižšiu priemernú mieru inflácie spotrebiteľských cien ako v rokoch 1990 až 1998, keď dosahovala až 3 %. Okrem toho sa ECB podarilo pevne ukotviť dlhodobejšie inflačné očakávania na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. HMÚ tiež podporovala tvorbu pracovných miest. Zamestnanosť v eurozóne sa v rokoch 1999 až 2007 zvýšila o približne 16 miliónov osôb, zatiaľ čo v rokoch 1990 až 1998 to bolo iba 6 miliónov osôb.

V máji Európska komisia vydala komuniké a správu „EMU@10: Prvých desať rokov fungovania Hospodárskej a menovej únie a výzvy do budúcnosti“, v ktorej zdôraznila, že euro sa po desiatich rokoch od jeho zavedenia môže považovať za úspešnú menu. Komisia tiež predstavila niekoľko návrhov, ako zlepšiť koordináciu a dozor v rámci HMÚ, pozdvihnúť medzinárodnú úlohu eurozóny a ako zvýšiť efektívnosť správy HMÚ.

Rada ECOFIN sa prvým desaťročím HMÚ zaoberala na svojom zasadnutí 7. októbra 2008. Ministri dospeli k záveru, že HMÚ za posledných desať rokov prispela k makroekonomickej stabilite a že po reformnom procese v rámci HMÚ je EÚ v súčasnosti lepšie pripravená čeliť hospodárskym šokom. S cieľom lepšie využiť výhody HMÚ a zlepšiť hospodárske výsledky členských štátov Rada ECOFIN predstavila niekoľko návrhov, vrátane i) lepšieho monitorovania vývoja konkurencieschopnosti (najmä v členských krajinách eurozóny a v krajinách zapojených do mechanizmu ERM II), ii) prioritizácie odporúčaní štrukturálnych reforiem s cieľom zohľadniť ekonomickú situáciu a iii) opatrení na lepšie zohľadňovanie vplyvov hospodárskych cyklov (a iných cyklov v cenách aktív) na daňové príjmy.

Európsky parlament tiež prijal uznesenie o prvom desaťročí HMÚ (kapitola 6).

Všeobecný záver vyplývajúci z komentárov o prvom desaťročí HMÚ je, že inštitucionálne usporiadanie HMÚ funguje správne. Aby však HMÚ bola aj naďalej úspešná, zodpovední činitelia sa musia pevne držať záväzkov prijatých na európskej úrovni a musia rázne implementovať potrebné postupy.

## 1.2 INŠTITUCIONÁLNE OTÁZKY

### LISABONSKÁ ZMLUVA

Po podpise Lisabonskej zmluvy hlavami štátov alebo vlád 13. decembra 2007 sa v jednotlivých členských štátoch začal v súlade s ich ústavnými požiadavkami ratifikačný proces. Doposiaľ Lisabonskú zmluvu ratifikovalo 23 členských štátov. Nemecko a Poľsko sú veľmi blízko k formálnemu ukončeniu ratifikačného procesu. V Českej republike sa čaká na ratifikáciu v parlamente.

V Írsku sa o Lisabonskej zmluve hlasovalo v záväznom referende, v ktorom však nezískala podporu väčšiny. Európska rada preto na svojom zasadnutí 19. a 20. júna 2008 opätovne vyjadrila názor, že v ratifikácii Lisabonskej zmluvy, ktorej cieľom je „pomáhať rozšírenej Únii konať efektívnejšie a demokratickejšie“, by sa malo pokračovať. Hlavy štátov alebo vlád sa na zasadnutí Európskej rady v dňoch 11. a 12. decembra 2008 rozhodli poskytnúť Írsku, ktoré Lisabonskú zmluvu odmietlo, „právne záruky“. Írska vláda sa zaviazala dosiahnuť ratifikáciu Lisabonskej zmluvy do konca aktuálneho funkčného obdobia Európskej komisie.

### KONVERGENČNÉ SPRÁVY

V súlade s článkom 122 zmluvy ECB a Európska komisia pripravili konvergenčné

správy o pokroku dosiahnutom v plnení podmienok vstupu do eurozóny v Bulharsku, Českej republike, Estónsku, Lotyšsku, Litve, Maďarsku, Poľsku, Rumunsku, Slovensku a Švédsku. Slovensko bolo v správach publikovaných 7. mája 2008 hodnotené podrobnejšie, nakoľko slovenské orgány podali žiadosť o hodnotenie vzhľadom na zámer Slovenska prijať euro k 1. januáru 2009. Na základe návrhu Komisie Rada ECOFIN 8. júla 2008 rozhodla, že Slovensko splnilo podmienky na vstup do eurozóny 1. januára 2009 (kapitola 3).

## 1.3 VÝVOJ A VZŤAHY S KANDIDÁTSKYMÍ KRAJINAMI EÚ

ECB pokračovala v politickom dialógu s centrálnymi bankami kandidátskych krajín EÚ prostredníctvom bilaterálnych zasadnutí a v rámci celého inštitucionálneho rámca procesu rozšírenia stanoveného EÚ.

Prístupové rokovania s Chorvátskom sa začali v októbri 2005. Rokovania o jednotlivých kapitolách *acquis communautaire* sa začali v júni 2006 a v priebehu roka 2008 zaznamenali významný posun. Do konca roka boli rokovania otvorené v 21 kapitolách a predbežne uzavreté v štyroch. ECB udržiavala plodné bilaterálne

vzťahy s centrálnou bankou Chorvátska, napríklad v kontexte politického dialógu na najvyššej úrovni.

Po otvorení predvstupových rokovaní s Tureckom v októbri 2005 začala Európska komisia v júni 2006 rokovania o jednotlivých kapitolách *acquis communautaire*. V decembri 2006 Európska rada rozhodla o prerušení rokovania o ôsmich z 35 kapitol v prístupovom procese do EÚ, vzhľadom na nedostatočný pokrok pri rozširovaní colnej únie s členskými štátmi EÚ. Inštitúcie EÚ naďalej skúmajú kompatibilitu tureckej legislatívy s *acquis communautaire* a postupne napredujú v otváraaní zostávajúcich kapitol. ECB pokračovala vo svojom dlhodobom politickom dialógu s centrálnou bankou Tureckej republiky.

Napriek tomu, že Bývalej juhoslovanskej republike Macedónsko bol v roku 2005 pridelený štatút kandidátskej krajiny, pred začiatkom rokovaní o členstve v EÚ musí ešte splniť niekoľko inštitucionálnych kritérií, vrátane niektorých, týkajúcich sa rozhodujúcich politických reforiem. Kontakty na odbornej úrovni medzi ECB a centrálnou bankou Macedónskej republiky zostali pevné.

## 2 MEDZINÁRODNÉ OTÁZKY

### 2.1 KĽÚČOVÉ ASPEKTY VÝVOJA MEDZINÁRODNÉHO MENOVÉHO A FINANČNÉHO SYSTÉMU

#### SLEDOVANIE MAKROEKONOMICKÝCH POLITÍK V GLOBÁLNEJ EKONOMIKE

Vzhľadom na vysokú úroveň hospodárskej a finančnej integrácie je pre uskutočňovanie hospodárskej politiky v eurozóne veľmi relevantné globálne ekonomické prostredie. Eurosystem preto pozorne monitoruje a analyzuje makroekonomické politiky a súvisiaci vývoj v krajinách nepatriacich do eurozóny. ECB rovnako hrá významnú úlohu v procese medzinárodného mnohostranného sledovania makroekonomických politik, predovšetkým prostredníctvom rokovania medzinárodných organizácií, napríklad BIS, MMF a OECD, ako aj na fórach ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk, akými sú skupiny G7 a G20. Hodnotenie medzinárodného vývoja s cieľom prispieť k stabilnému makroekonomickému prostrediu a zdravým makroekonomickým a finančným politikám bolo v roku 2008 obzvlášť dôležité.

Medzinárodné ekonomické prostredie v roku 2008 ovplyvňovali prevažne turbulencie na globálnom finančnom trhu spôsobené nerovnomernou korekciou domácich a zahraničných nerovnováh, ktoré v predchádzajúcich rokoch rástli, a materializáciou okolitých rizík.

Problémy spôsobené materializáciou týchto rizík sa rýchlo rozšírili do celého sveta, a to vďaka globálnym regulačným, účtovným a obchodným modelom, ktoré prispeli k praktikám neskôr označeným za neprehľadné a neudržateľné, a vďaka silným cezhraničným finančným a obchodným stykom. Pôvodný šok, ktorý vznikol na americkom rizikovom trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, významne narástol z dôvodu vysokej miery zadlženosti finančných inštitúcií a podceňovania rizík na globálnej úrovni. Zatiaľ čo prípady turbulencií na finančných trhoch v období od augusta 2007 do septembra 2008 boli krátkodobé a týkali sa iba relatívne malého počtu finančných inštitúcií, problémy zaznamenané v niekoľkých veľmi veľkých a medzinárodne aktívnych inštitúci-

ách spôsobovali od septembra 2008 obrovské otrasy. Tie vyvolali vážne napätie na medzibankových a iných kľúčových finančných trhoch, vážne problémy v bankovom sektore viacerých krajín, významné zmeny globálnych úrokových sadzieb a cien ropy, podstatný pokles cien akcií na celom svete a vážne spomalenie v reálnej aktivite (kapitola 1). Napriek tomu, že táto finančná kríza sa začala v Spojených štátoch, jej dopady pociťuje narastajúce množstvo krajín, vrátane vyspelých a v poslednom čase aj rozvíjajúcich sa ekonomík. Viaceré krajiny požiadali o pomoc MMF (pozri nižšie časť o medzinárodnej finančnej architektúre). Hlavné centrálné banky, vrátane ECB a Federálneho rezervného systému, tiež poskytli centrálnym bankám ďalších krajín pomoc v oblasti likvidity. S cieľom rozhybať peňažné trhy v rozvíjajúcich sa krajinách Federálny rezervný systém na konci októbra 2008 vytvoril swapové likviditné nástroje s centrálnymi bankami štyroch veľkých, systémovo dôležitých ekonomík (Brazília, Mexiko, Južná Kórea a Singapur).<sup>3</sup>

Najmä preto sa zostatky bežných účtov v roku 2008 významne zmenili. Deficit bežného účtu Spojených štátov narástol najmä v dôsledku slabšej domácej spotreby o 0,7 percentuálneho bodu na 4,6 % HDP.<sup>4</sup> Viditeľne klesli aj prebytky bežných účtov v niektorých krajinách. Čína zaznamenala pokles prebytku o 1,9 percentuálneho bodu a Japonsko o 0,8 percentuálneho bodu HDP. Na druhej strane krajiny vyvážajúce ropu zaznamenali v roku 2008 nárast prebytku bežného účtu, a to aj napriek prudkému poklesu cien ropy na konci roka. Tie sa však väčšinu roka držali nad úrovňou z roku 2007. Po prebytku v roku 2007 sa bežný účet eurozóny dostal v roku 2008 do deficitu 0,5 % HDP.

Eurosystem v roku 2008 viackrát zdôraznil riziká a neistoty súvisiace s pretrváváním globálnych nerovnováh. Vyjadril tiež svoju plnú podporu spolupráci v oblasti nápravy týchto nerovnováh. Eurosystem predovšetkým vyzýval

<sup>3</sup> Informácie o swapových nástrojoch ECB sú v kapitole 2, časti 1.

<sup>4</sup> Čísla v tomto odseku sú z publikácie MMF „World Economic Outlook“ z októbra 2008.

na prijatie politik zameraných na zvýšenie súkromných a verejných úspor v krajinách vykazujúcich deficit bežného účtu, implementáciu ďalších štrukturálnych reforiem vo vyspelých ekonomikách s relatívne nízkym potenciálom rastu, prijatie opatrení na zvýšenie domácej spotreby v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách s vysokými prebytkami bežných účtov, ako aj zlepšenie alokácie kapitálu v týchto krajinách, a vo všeobecnosti vyzýval na lepšie oceňovanie rizík. V rámci prebiehajúcich diskusií o spôsobe, ako zdokonaľiť medzinárodnú finančnú architektúru (pozri nižšie), ktorých sa okrem ECB zúčastňujú aj ďalšie centrálné banky Eurosystemu, Eurosystem poukazyval na fakt, že je potrebné, aby takéto zlepšenie malo pozitívny vplyv aj na disciplínu na finančných trhoch a disciplínu vo vykonávaní makroekonomických politik. Posilnený multilaterálny rámec ekonomického dohľadu by mal pomôcť dozerat' na to, aby boli predovšetkým hospodárske politiky systémovo dôležitých krajín udržateľné a orientované na stabilitu.

Eurozóna podlieha výkonu dohľadu na základe medzinárodného postupu. Ako doplnok k prehľadom za jednotlivé krajiny eurozóny MMF a Výbor pre ekonomické prehľady OECD vykonali v roku 2008 pravidelné hodnotenia peňažných, finančných a hospodárskych politik v eurozóne. Konzultácie MMF na základe článku IV a hodnotenie Výboru pre ekonomické prehľady OECD boli vhodnou príležitosťou na plodné rokovania medzi týmito medzinárodnými organizáciami a ECB, predsedníctvom Euroskupiny, a Európskou komisiou. MMF aj OECD následne po týchto rokovaniach vypracovali správy hodnotiace jednotlivé politiky eurozóny.<sup>5</sup>

### **MEZINÁRODNÁ FINANČNÁ ARCHITEKTÚRA**

Turbulencie na finančných trhoch viedli k diskusiám o mnohých otázkach týkajúcich sa nastavenia a fungovania medzinárodného menového a finančného systému. Hlavy štátov alebo vlád členských štátov EÚ sa na svojom neformálnom zasadnutí v Bruseli 7. novembra 2008 dohodli na koordinovanej reakcii na finančnú krízu a na implementácii spoločných pravidiel pre nový

medzinárodný finančný systém. Lídri krajín G20 sa 15. novembra stretli vo Washingtone D.C. na historicky prvom summite o finančných trhoch a svetovom hospodárstve. Vyzvali na činnosť v oblasti finančnej regulácie a makroekonomických politik a zdôraznili svoje záväzky v oblasti voľného obchodu. Na závery summitu nadviažu štyri pracovné skupiny spadajúce pod zástupcov ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk krajín G20, ktorí pripravili zasadnutie ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk krajín G20 na jar 2009.

Na základe žiadostí členov MMF boli vykonané konkrétne zmeny v nástrojoch finančnej pomoci Fondu. V októbri bol vytvorený finančný nástroj na poskytnutie krátkodobej likvidity. Jeho úlohou je poskytnúť rýchlo dostupné finančné prostriedky krajinám so silnými hospodárskymi politikami, ktoré čelia dočasným problémom s likviditou v súvislosti s vývojom na zahraničných kapitálových trhoch. Okrem zriadenia nového nástroja Fond začal aj s hodnotením rôznych aspektov financovania. Fond ďalej poskytol pohotovostné úvery niektorým zo svojich členov, ako napríklad Bielorusku, Maďarsku, Islandu, Lotyšsku, Pakistanu a Ukrajine.

Aj v roku 2008 pokračovali viaceré snahy o reformu MMF. Hlavnými reformnými oblasťami, o ktorých sa diskutovalo, boli dohľad MMF, úloha Fondu pri poskytovaní úverov, riadenie Fondu (vrátane kvót a hlasovacích práv) a rámec pre príjmy a výdavky Fondu. Dohoda o týchto otázkach by sa mala dosiahnuť v rámci diskusií vo vnútri MMF, a tiež na iných fórach, napríklad v skupinách G7 a G20, pričom ESCB a Eurosystem svoje úlohy plnia výkonom monitorovania a prispievaním do diskusií o týchto otázkach.

Po prijatí nového rozhodnutia o bilaterálnom dozore nad politikami členských štátov v polovici roka 2007 sa Fond zameriaval najmä na implementáciu rozhodnutia do pravidelných konzultácií s členskými krajinami podľa článku IV.

<sup>5</sup> „Euro area policies 2008 Article IV consultation – staff report“, MMF august 2008 a „Economic survey of the euro area“, OECD január 2009.

Úlohou nového rozhodnutia je zvýšiť dôraz kladený na vzájomné ovplyvňovanie vývoja medzi krajinami s využitím konceptu vonkajšej stability ako základného princípu pre dohľad. Vonkajšia stabilita sa definuje vo vzťahu k výmennému kurzu, ktorého analýza sa v dôsledku toho stáva kľúčovou súčasťou procesu dohľadu. V októbri Fond vydal prvé Vyhlásenie o prioritách dohľadu, ktorým sa bude dohľad MMF riadiť až do roku 2011. Toto vyhlásenie určuje štyri kľúčové priority dohľadu MMF: uvoľniť napätie na finančných trhoch, posilniť globálny finančný systém, prispôbiť sa prudkým zmenám v cenách komodít a pomôcť pri odstraňovaní globálnych nerovnováh. V rámci podpory týchto priorit Fond plánuje vylepšiť svoje prvotné varovania o rizikách a zraniteľnosti, okrem iného aj pomocou analýz makrofinančných stykov, a rozšíriť ich aj na rozvinuté ekonomiky. Fond sa okrem toho zameriaval na problémy finančného sektora a súvisiacich politík a na prehľbovanie spolupráce s Fórom pre finančnú stabilitu.

Rada guvernérov MMF rozhodla aj o rozsiahlej reforme kvót a hlasovacích práv, ktorá zahŕňa najmä nový vzorec na určovanie kvót, druhé kolo ich ad hoc zvyšovania, strojnásobenie základných hlasovacích práv krajinám s nízkou úrovňou príjmov a dodatočného zastupujúceho výkonného riaditeľa pre dve africké kreslá vo Výkonnej rade. Dvoma kľúčovými cieľmi reforiem bolo prerozdeliť členské kvóty medzi členov pomerne podľa ich váhy a úlohy v globálnej ekonomike a posilniť v MMF hlasovacie práva a účasť krajín s nízkou úrovňou príjmov. Práce na riadení Fondu budú okrem iného postupovať v súlade so správou Nezávislého hodnotiaceho úradu MMF z roku 2008 a správou Výboru významných osobností o reforme riadenia MMF, ktorá vyjde na jar roka 2009.

Rada guvernérov MMF tiež rozhodla o opatreniach, ktorých cieľom je vytvoriť kvalitnejšiu finančnú základňu inštitúcie. Na strane príjmov sa bude Fond spoliehať na širšie a udržateľnejšie zdroje príjmov. To predpokladá rozšírenie právomocí Fondu investovať a zriadenie nadačného fondu financovaného ziskom z predaja limitovaného množstva zlata v súlade so Zmluvou

centrálnych bánk o zlate. Čo sa týka výdavkov, hlavnými návrhmi pre nový rámec výdavkov, ktorý počíta s významným krátením rozpočtu, sú zohľadnenie hlavného mandátu Fondu a starostlivé určovanie priorít. V rámci turbulencií na finančných trhoch pokračuje debata o primeranosti prostriedkov MMF.

Fórum pre finančnú stabilitu významne prispelo k posilneniu odolnosti globálneho finančného systému, keď vytvorilo priestor na koordináciu viacerých národných a medzinárodných iniciatív a dohliadlo na ich včasnú implementáciu. Vydalo tiež odporúčania a zhodnotilo ich implementáciu v piatich kľúčových oblastiach, ktorými sú dohľad nad obozretným podnikaním, transparentnosť a ocenenie, úverové ratingy, pripravenosť orgánov reagovať na riziká a opatrenia na prekonávanie napätia vo finančnom systéme.

Agenda medzinárodného finančného spoločenstva tiež zahŕňala podporu mechanizmov na predchádzanie krízam a ich systematické riešenie. V tejto súvislosti sa dosiahol pokrok pri implementácii zásad pre stabilné kapitálové toky a spravodlivú reštrukturalizáciu dlhu v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, ktoré v roku 2004 predložili ministri financií a guvernéri centrálnych bánk krajín patriacich do skupiny G20. Cieľom týchto trhov založených a dobrovoľných zásad je poskytnúť usmernenia pre správanie štátnych emitentov dlhových nástrojov a ich súkromných veriteľov, týkajúce sa poskytovania informácií, dialógu a úzkej spolupráce. Rastie počet finančných inštitúcií a emitujúcich krajín, ktoré týmto zásadám vyjadrili svoju podporu a ktoré potvrdili osobitný záujem o urýchlenie ich implementácie. Na svojom poslednom zasadnutí vo Washingtone D.C. v októbri 2008 Skupina správcov, orgán tvorený vyššími vedúcimi pracovníkmi v oblasti globálnych financií, ktorý riadi implementáciu týchto zásad, zhodnotila pokrok dosiahnutý v rámci medzinárodnej finančnej architektúry a vydala odporúčania pre ďalší postup.

Ďalšou iniciatívou na finančných trhoch prijatou v roku 2008 boli Zásady zo Santiaga (Santiago



Principles) navrhnuté Medzinárodnou pracovnou skupinou pre štátne investičné fondy. Zásady spoločne prijaté štátnymi investičnými fondmi rozvinutých, rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík predstavujú spoločnú snahu o vytvorenie rozsiahleho rámca na lepšie porozumenie operáciám štátnych investičných fondov. Cieľom týchto dobrovoľných zásad je posilniť stabilizačnú úlohu štátnych investičných fondov na finančných trhoch a pomôcť udržať voľný pohyb cezhraničných investícií. OECD usmerňuje politiky cieľových krajín týkajúcich sa investícií štátnych investičných fondov.

## 2.2 SPOLUPRÁCA S KRAJINAMI NEPATRIACIMI DO EÚ

Eurosystem pokračoval v rozvíjaní medzinárodných aktivít so spoločenstvom centrálnych bánk mimo EÚ, najmä organizovaním seminárov a workshopov. Technická pomoc Eurosystemu aj naďalej predstavovala dôležitý nástroj posilňovania administratívnej kapacity centrálnych bánk najmä v susedných regiónoch EÚ a zvyšovania ich kompatibility s európskymi a medzinárodnými štandardmi. ECB sa spolu s Európskou komisiou aktívne zapájala do makroekonomického dialógu EÚ s Čínou, Indiou a Ruskom.

ECB pokračovala v prehľbovaní vzťahov s krajinami západného Balkánu. ECB a 17 národných centrálnych bánk EÚ<sup>6</sup> spustili 1. septembra 2008 deväťmesačný program technickej pomoci s národnou bankou Srbska. Program financovaný Európskou agentúrou pre obnovu poskytne národnej banke Srbska správu obsahujúcu analýzu potrieb na dosiahnutie pokroku vo vybraných oblastiach centrálného bankovníctva v rámci príprav na vstup do EÚ. Oblasť obsiahnuté v tejto správe zahŕňajú bankový dohľad, harmonizáciu legislatívy s *acquis communautaire* v kompetencii národnej banky Srbska, liberalizáciu pohybu kapitálu, výkon menovej politiky a režim zahraničných výmenných kurzov, menovú a finančnú štatistiku a štatistiku platobnej bilancie a ochranu zákazníkov finančných služieb.

Technická spolupráca s centrálnou bankou Ruska sa po spustení nového programu spolupráce centrálnych bánk financovaného Európskou komisiou 1. apríla 2008 ešte prehĺbila. Do programu je zapojená ECB v spolupráci s Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, a Oesterreichische Nationalbank, a Suomen Pankki – Finlands Bank v spolupráci s Rahoitustarkastus (orgán finančného dohľadu vo Fínsku). Program sa končí v decembri 2010. Jeho úlohou je vzájomná výmena poznatkov a skúseností EÚ v oblasti interného auditu s centrálnou bankou Ruska a jej podpora v postupnej implementácii zásad Bazileja II v rámci bankového dohľadu.

V dňoch 26. a 27. novembra 2008 sa v Alexandrii konal v poradí už piaty seminár Eurosystemu na vysokej úrovni s guvernérmi centrálnych bánk partnerských krajín južného a východného stredomorského regiónu, ktorý zorganizovala ECB spolu s centrálnou bankou Egypta. Guverneri zhodnotili hospodársky a finančný vývoj v regióne a prediskutovali stratégie menových politík, režimy výmenných kurzov a problémy bankového sektora krajín stredomorského regiónu. Predstavitelia ECB sa takisto zúčastnili na niekoľkých zasadnutiach zameraných na hospodárske a finančné problémy v rámci Barcelonského procesu – Únie pre Stredomorie.

Spolupráca s centrálnou bankou Egypta viedla k spusteniu nového trojročného programu financovaného Európskou komisiou dňa 1. januára 2009. Na programe sa budú zúčastňovať experti z Българска народна банка (Bulharská národná banka), Českej národnej banky, Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France, Banca d'Italia a Banca Națională a României. Program má tri základné ciele: pripraviť usmernenia, ktoré centrálnej banke Egypta pomôžu prijať nové nariadenia kom-

6 Národné centrálné banky Belgicka, Bulharska, Českej republiky, Dánska, Nemecka, Estónska, Grécka, Francúzska, Talianska, Cyprus, Lotyšska, Maďarska, Holandska, Rakúska, Poľska, Rumunska a Spojeného kráľovstva.

patibilné so základným režimom Bazileja II, dokončiť tieto nariadenia a ich implementáciu a navrhnúť nový program vykazovania údajov bánk pre centrálnu banku Egypta tak, aby mohli byť tieto nové nariadenia implementované.

ECB spolu s Deutsche Bundesbank zorganizovala v nemeckom Mainzi v dňoch 11. a 12. marca 2008 historicky prvý seminár Eurosystému na vysokej úrovni s guvernérmi centrálnych bánk a menovými orgánmi členských štátov Rady pre spoluprácu krajín Perzského zálivu (Gulf Cooperation Council – GCC)<sup>7</sup>. Rokovania sa zameriavali na hospodársky vývoj a štruktúry v krajinách GCC, a tiež na úlohu GCC v globálnom hospodárstve, predovšetkým v oblasti peňažných prostriedkov a financií, energetiky a obchodu.

ECB, People's Bank of China a Banca d'Italia spolu v Ríme v dňoch 26. a 27. júna zorganizovali štvrtý seminár na vysokej úrovni s centrálnymi bankami východoázijského a tichomorského regiónu a centrálnymi bankami eurozóny. Účelom semináru bola výmena pohľadov na problémy tvorcov politík v oboch regiónoch, akými sú turbulencie na finančných trhoch, globálne nerovnováhy a perspektívy rastu.

Počas roka 2008 ECB ďalej upevňovala vzťahy s People's Bank of China. Memorandum o porozumení podpísané oboma inštitúciami v roku 2002 bolo v roku 2008 obnovené. V posledných rokoch sa spolupráca významne zintenzívnila, najmä vďaka zasadnutiam na vysokej úrovni a užšej spolupráci na odbornej úrovni. Prezident ECB a guvernér People's Bank of China sa 5. septembra zišli na rokovaní v sídle ECB.

<sup>7</sup> Bahrajn, Kuvajt, Omán, Katar, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty.



Bývalý taliansky prezident Carlo Azeglio Ciampi (vpravo) a Jean-Claude Trichet prichádzajú na ceremoniál pri príležitosti osláv 10. výročia ECB v Alte Oper vo Frankfurte nad Mohanom 2. júna 2008

## KAPITOLA 6

# ZODPOVEDNOST

## I ZODPOVEDNOSŤ VOČI VEREJNOSTI A EURÓPSKEMU PARLAMENTU

Nezávislosť centrálnej banky sa za posledné desaťročia ukázala ako nevyhnutný prvok režimu menovej politiky vo vyspelých i rozvíjajúcich sa ekonomikách. Rozhodnutie udeliť centrálnym bankám nezávislosť je hlboko zakorenené v ekonomických teóriách a v empirických dôkazoch, z ktorých vyplýva, že takéto usporiadanie je prospešné z hľadiska udržiavania cenovej stability. Skutočnosť, že nezávislá inštitúcia poverená plnením verejnej funkcie sa zodpovedá občanom a ich zvoleným zástupcom, je zároveň základným princípom demokratickej spoločnosti. V prípade nezávislej centrálnej banky teda zodpovednosť možno chápať ako povinnosť vysvetľovať a odôvodňovať svoje rozhodnutia pred občanmi a ich politickými zástupcami. Zodpovednosť je preto dôležitým doplnkom nezávislosti centrálnej banky.

Už od svojho založenia ECB vždy uznávala zásadný význam zodpovednosti za svoje menovopolitické rozhodnutia. Ako to vyžaduje zmluva, ECB udržiava pravidelný dialóg s občanmi EÚ a s Európskym parlamentom. Závazok ECB v tomto smere potvrdzujú mnohé jej publikácie vydané v roku 2008 a početné prejavy členov Rady guvernérov počas roka.

Zmluva presne vymedzuje vykazovacie povinnosti ECB, medzi ktoré patrí zverejňovanie štvrtročných správ, týždenných finančných výkazov a výročnej správy. ECB v skutočnosti tieto štatutárne povinnosti prekračuje tým, že vydáva Mesačný bulletin (a nielen požadované štvrtročné správy), a že každý mesiac po prvom zasadnutí Rady guvernérov usporadúva tlačovú konferenciu.

V rámci kontroly plnenia úloh ECB aj naďalej zohráva kľúčovú úlohu Európsky parlament ako orgán, ktorého legitímnosť je odvodená priamo od občanov EÚ. V súlade so zmluvou prezident ECB na plenárnom zasadnutí Európskeho parlamentu v roku 2008 predložil Výročnú správu ECB za rok 2007. Prezident okrem toho aj naďalej pravidelne informoval o menovej politike ECB a jej ďalších úlohách v rámci štvrtročných vystúpení v parlamentnom Výbore pre hospodárske a menové záležitosti. Prezident vystúpil

aj na spoločnom zasadnutí Európskeho parlamentu a národných parlamentov v rámci diskusie o rámci EÚ na ochranu finančnej stability.

Pri viacerých ďalších príležitostiach v Európskom parlamente vystúpili aj ostatní členovia Výkonnej rady. Viceprezident predložil Výročnú správu ECB za rok 2007 vo Výbore pre hospodárske a menové záležitosti. Gertrude Tumpel-Gugerellová vystúpila vo výbore dvakrát s cieľom informovať jeho členov o najnovšom vývoji v oblasti zúčtovania a vyrovnania obchodov s cennými papiermi a o projekte Eurosystemu TARGET2-Securities. Jürgen Stark vo výbore predložil Konvergenčnú správu 2008 a zúčastnil sa na diskusii o vstupe Slovenska do eurozóny. Lorenzo Bini Smaghi sa zúčastnil na panelovej diskusii zorganizovanej výborom, ktorej témou bolo prvých desať rokov HMÚ a budúce úlohy.

Okrem toho tiež prebiehali diskusie medzi pracovníkmi ECB a členmi Európskeho parlamentu, ktoré sa týkali záležitostí patriacich do pôsobnosti ECB (napr. falšovanie eura, kapitálové požiadavky a štatistika). V súlade so zaužívanou praxou delegácia členov Výboru pre hospodárske a menové záležitosti navštívila ECB, aby s členmi Výkonnej rady prediskutovala viaceré otázky. ECB tiež naďalej z vlastnej vôle odpovedala na písomné otázky poslancov Európskeho parlamentu, ktoré sa týkali záležitostí patriacich do kompetencie ECB.

## 2 VYBRANÉ OTÁZKY, O KTORÝCH SA DISKUTOVALO NA STRETNUTIACH S EURÓPSKYM PARLAMENTOM

V rámci rôznych diskusií medzi Európskym parlamentom a ECB sa riešilo široké spektrum otázok. Nasledujúca časť uvádza prehľad hlavných tém diskusií.

### UZNESENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU O VÝROČNEJ SPRÁVE ECB ZA ROK 2007

V súlade so zaužívanou praxou Európsky parlament 9. júla 2008 z vlastnej iniciatívy prijal uznesenie o Výročnej správe ECB za rok 2007. V tomto uznesení uznal plnú nezávislosť ECB a potvrdil, že zverejňovanie záznamov z rokovaní Rady guvernérov by mohlo viesť k politickým tlakom na členov Rady guvernérov. Uznesenie tiež uznáva vynikajúcu prácu ECB pri riešení finančnej krízy a zdôrazňuje skutočnosť, že hlavné centrálné banky vrátane ECB varovali pred podceňovaním rizík ešte pred spustením finančnej krízy. Uznesenie tiež vyzdvihlo výhody dvojpilierovej stratégie menovej politiky Eurosystému.

### FINANČNÁ REGULÁCIA

Európsky parlament a ECB pokračovali vo svojom dialógu o záležitostiach finančnej regulácie. Európsky parlament vo svojich uzneseniach týkajúcich sa finančnej regulácie zdôraznil potrebu primeraných proticyklických kapitálových požiadaviek pre všetky subjekty uskutočňujúce operácie na finančných trhoch. Podľa Európskeho parlamentu je zároveň potrebné zabezpečiť náležité vykazovanie a postup účtovania podsúvahových položiek a poskytovanie rozsiahlejších a kvalitnejších informácií o komplexných produktoch a procese sekuritizácie. Pokiaľ ide o ratingové agentúry, Parlament vyzval na vytvorenie kontrolného mechanizmu na úrovni EÚ a zdôraznil, že je nevyhnutné prijať opatrenia na zvýšenie transparentnosti metodiky ratingu i systémov na zabezpečenie kvality.

Prezident v rámci svojho vystúpenia na spoločnom zasadnutí Európskeho parlamentu a národných parlamentov 23. januára 2008 varoval, že rastúca komplexnosť finančných nástrojov a nedostatok jasných informácií o exponovanosti finančných inštitúcií by mohli viesť k zvýšeniu

neistoty, pokiaľ ide o stupeň súvisiaceho rizika a jeho konečného nositeľa, čo by mohlo spôsobiť rozsiahlejšíu nákazu. Prezident zdôraznil, že je potrebné zvýšiť transparentnosť a zabezpečiť, aby bol regulačný rámec viac proticyklický. Zároveň vyzval finančné inštitúcie, aby zlepšili svoje postupy riadenia rizík. Prezident pri viacerých príležitostiach zdôraznil potrebu rýchlej realizácie strategického plánu Rady ECOFIN, ktorý určuje potrebné politické reakcie na turbulencie na finančných trhoch.

### RÁMEC EÚ PRE FINANČNÚ STABILITU A DOHĽAD

Rámec EÚ pre finančnú stabilitu a dohľad bol jednou z hlavných tém diskusií medzi ECB a Európskym parlamentom. Európsky parlament v rôznych svojich uzneseniach týkajúcich sa tejto oblasti poznamenal, že finančný dohľad v Európe zaostáva za tempom integrácie finančných trhov EÚ. Potvrdil preto potrebu vytvorenia „združení subjektov dohľadu“ pre najväčšie cezhraničné finančné skupiny a tiež potrebu upevniť a objasniť postavenie a zodpovednosť troch výborov tretej úrovne Lamfalussyho rámca (ďalšie informácie o Lamfalussyho rámci sú v časti 2 štvrtej kapitoly). Európsky parlament tiež zdôraznil, aby sa ECB a ESCB aktívne podieľali na vypracovávaní a realizácii politik EÚ v oblasti obozretného dohľadu na makroúrovni a finančnej stability, a vyzval orgány dohľadu a centrálné banky, aby ECB prostredníctvom Výboru pre bankový dohľad poskytovali relevantné informácie dohľadu na mikroúrovni. Parlament sa tiež vyslovil za prijatie legislatívneho opatrenia s cieľom zlepšiť postupy prevencie a riadenia kríz.

Prezident v rámci svojich vystúpení v Parlamente zdôraznil potrebu efektívnejšieho využitia potenciálu Lamfalussyho rámca a rýchleho uplatnenia rozhodnutí strategického plánu týkajúcich sa úpravy Lamfalussyho rámca. Prezident zároveň vyzval na rýchlu realizáciu krokov strategického plánu zameraných na posilnenie opatrení EÚ na zabezpečenie finančnej stability. Zdôraznil predovšetkým potrebu hladkej spolupráce a účinnej výmeny informácií medzi orgánmi dohľadu a centrálnymi bankami.

### **DESAŤ ROKOV HMÚ**

Európsky parlament prispel aj k diskusií o prvých desiatich rokoch HMÚ (box 12). Dňa 18. novembra 2008 prijal uznesenie, v ktorom vyzdvihol úspechy prvých desiatich rokov HMÚ, keď jednotná mena posilnila hospodársku stabilitu a integráciu krajín eurozóny. Parlament zároveň poznamenal, že na plné využitie všetkých výhod HMÚ je potrebné vynaložiť ďalšie úsilie, najmä pokiaľ ide o realizáciu štrukturálnych reforiem a výkon zdravej rozpočtovej politiky.

Prezident ECB potvrdil nevyhnutnosť štrukturálnych reforiem a obozretnej rozpočtovej politiky na zabezpečenie hladkého fungovania HMÚ. Zároveň vyjadril obavy v súvislosti so spomalením tempa realizácie štrukturálnych reforiem a snáh o rozpočtovú konsolidáciu.







Jean-Claude Trichet krája narodeninovú tortu pri príležitosti osláv 10. výročia ECB v Alte Oper vo Frankfurte nad Mohanom 2. júna 2008. Zľava: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichetová, Hans-Gert Pöttering, Gretta Duisenbergová, Janez Janša

**KAPITOLA 7**

# **EXTERNÁ KOMUNIKÁCIA**

## I KOMUNIKAČNÁ POLITIKA

Cieľom externej komunikácie ECB je zvýšiť informovanosť verejnosti o politikách a rozhodnutiach ECB. Komunikácia tvorí neoddeliteľnú súčasť menovej politiky ECB a jej ďalších úloh. Komunikačné aktivity ECB sa riadia dvoma kľúčovými princípmi – otvorenosťou a transparentnosťou. Oba prispievajú k efektívnosti, účinnosti a dôveryhodnosti menovej politiky ECB. Okrem toho podporujú snahu ECB plne zodpovedať za svoje konanie, ako je podrobne vysvetlené v kapitole 6.

Koncepcia poskytovania pravidelných a zrozumiteľných informácií vysvetľujúcich hodnotenia a rozhodnutia menovej politiky v reálnom čase, ktorá bola prijatá v roku 1999, predstavuje jedinečný otvorený a transparentný prístup ku komunikácii zo strany centrálnej banky. Rozhodnutia menovej politiky sú zdôvodňované na tlačovej besede ihneď po ich prijatí Radou guvernérov. Prezident na tlačovej konferencii podáva podrobné úvodné vyhlásenie, v ktorom vysvetlí rozhodnutia Rady guvernérov. Prezident a viceprezident sú potom k dispozícii médiám na zodpovedanie otázok. Od decembra 2004 sú rozhodnutia Rady guvernérov, okrem rozhodnutí o úrokových sadzbách, tiež zverejňované každý mesiac na internetových stránkach centrálnych bánk Eurosystemu.

Právne predpisy ECB sú k dispozícii vo všetkých oficiálnych jazykoch EÚ, rovnako ako konsolidované finančné výkazy Eurosystemu.<sup>1</sup> Výročná správa ECB a štvrtročné vydania jej Mesačného bulletinu sú taktiež v plnom znení k dispozícii v úradných jazykoch EÚ.<sup>2</sup> Konvergenčná správa je sprístupnená buď v plnom rozsahu, alebo v skrátenej forme, vo všetkých oficiálnych jazykoch EÚ.<sup>3</sup> S cieľom posilniť zodpovednosť a transparentnosť voči verejnosti ECB okrem povinných publikácií zverejňuje v niektorých alebo vo všetkých úradných jazykoch aj ďalšie materiály, osobitne tlačové správy o rozhodnutiach menovej politiky, makroekonomické projekcie odborníkov ECB,<sup>4</sup> politické stanoviská a informačné materiály určené pre širokú verejnosť. Príprava, publikácia a distribúcia národných jazykových verzií kľúčových publikácií

ECB sa odohráva v úzkej spolupráci s národnými centrálnymi bankami.

1 S výnimkou írčiny, pre ktorú platí výnimka na úrovni EÚ.

2 S výnimkou írčiny (na základe výnimky EÚ) a maltčiny (na základe dohody s centrálnou bankou Malty po zrušení dočasnej výnimky EÚ v máji 2007).

3 Pozri poznámku pod čiarou č. 2.

4 Projekcie odborníkov ECB od septembra 2004 a projekcie odborníkov Eurosystemu od decembra 2000.

## 2 KOMUNIKAČNÉ AKTIVITY

ECB potrebuje oslovovať rôzne skupiny verejnosti, ako napríklad finančných expertov, médiá, vlády, parlamenty a širokú verejnosť, s rozdielnou úrovňou vedomostí z oblasti financií a ekonómie. Svoje poslanie a rozhodnutia preto vysvetľuje prostredníctvom rôznych komunikačných nástrojov a aktivít, ktoré sa v záujme čo najvyššej účinnosti na jednotlivé skupiny verejnosti a v rôznych komunikačných prostrediach neustále zdokonaľujú.

ECB vydáva množstvo štúdií a správ, ako napríklad výročnú správu, ktorá podáva prehľad o činnosti ECB za predchádzajúci rok a pomáha tak ECB zodpovedať sa za svoju činnosť. Mesačný bulletin poskytuje pravidelne aktualizovaný hodnotiaci pohľad ECB na hospodársky a menový vývoj a podrobné informácie zdôvodňujúce jej rozhodnutia, zatiaľ čo správa o finančnej stabilite hodnotí stabilitu finančného systému eurozóny z hľadiska jeho schopnosti absorbovať nepriaznivé šoky.

Všetci členovia Rady guvernérov priamo prispievajú k zvyšovaniu povedomia verejnosti o Eurosystéme a chápaniu jeho úloh a postupov tým, že vystupujú pred Európskym parlamentom a národnými parlamentmi, poskytujú verejné prejavy a rozhovory pre médiá. V roku 2008 Prezident ECB vystúpil pred Európskym parlamentom päťkrát. Členovia Výkonnej rady ECB mali v priebehu roku 2008 približne 300 prejavov pred rôznym publikom, poskytli médiám približne 200 rozhovorov, a tiež publikovali články v odborných časopisoch, magazínoch a dennej tlači.

Národné centrálné banky eurozóny hrajú dôležitú úlohu pri šírení informácií a správ Eurosystému pre širokú verejnosť a zainteresované strany na národnej úrovni. V rodných jazykoch a prostrediach informujú rôzne národné a regionálne skupiny verejnosti.

V roku 2008 ECB zorganizovala 12 seminárov zameraných na rozšírenie vedomostí a porozumenia predstaviteľov medzinárodných a národných médií. Tieto semináre organizovala sama alebo v spolupráci s národnými centrálnymi

bankami EÚ a Európskym žurnalistickým centrom. Prvýkrát bol jeden z týchto seminárov organizovaný pri príležitosti externého zasadnutia Rady guvernérov 4. decembra v Bruseli.

ECB privítala v roku 2008 vo svojich priestoroch vo Frankfurtu približne 14 000 návštevníkov, ktorí tu získali informácie z prvej ruky vo forme prednášok a prezentácií odborníkov a manažérov ECB. Väčšinu návštevníkov tvorili študenti stredných škôl a univerzít a odborníci z finančného sektora.

Všetky dokumenty a aktivity ECB sú uverejňované na jej internetovej stránke. V roku 2008 internetová stránka ECB zaznamenala 18 miliónov návštevníkov (o 20 % viac ako predchádzajúci rok). Počet zobrazených stránok dosiahol 126 miliónov a stiahnutých bolo 25 miliónov dokumentov. ECB odpovedala v roku 2008 na približne 60 000 žiadostí o informácie od verejnosti týkajúcich sa rôznych aspektov aktivít, politik a rozhodnutí ECB.

Komunikačné aktivity ECB sa v roku 2008 zameriavali najmä na vysvetľovanie príčin a dôsledkov turbulencií na globálnom finančnom trhu a opatrení prijatých ECB a Eurosystémom. Štvrtina všetkých verejných vystúpení členov Výkonnej rady a tretina všetkých tlačových správ ECB sa týkala tejto témy a vychádzali najmä v druhej polovici roku 2008. Nárast bol zaznamenaný aj v počte stanovísk vydaných ECB k fiškálnym a regulačným opatreniam prijatým jednotlivými členskými štátmi EÚ. Podstatný nárast zaznamenal aj počet žiadostí zo strany tlače, verejnosti a návštevníkov ECB o informácie o turbulenciách na finančných trhoch a opatreniach prijatých Eurosystémom. V rámci uspokojovania dopytu po informáciách bola vylepšená časť internetovej stránky ECB venovaná operáciám na voľnom trhu: boli pridané informácie o tendrových operáciách menovej politiky a boli zverejnené údaje o všetkých operáciách na trhu od roku 1999.

Pri príležitosti svojho desiateho výročia ECB otvorila 1. júna 2008 dvere širokej verejnosti. Pre 1 400 zaregistrovaných návštevníkov boli

prípravené prehliadky budovy, workshopy, výstavy a hry.

V rámci kultúrnych dní ECB, ktoré boli v roku 2008 organizované v spolupráci so všetkými centrálnymi bankami ESCB a boli venované EÚ, boli vystavené umelecké príspevky zo všetkých 27 členských štátov EÚ. Kultúrne dni boli naplánované tak, aby prebiehali súčasne s oslavami výročia ECB. Zúčastnili sa na nich hlavy štátov a vlád EÚ a mnohé osobnosti, ktoré sa významnou mierou zaslúžili o vznik HMÚ. V rámci osláv vyšlo aj špeciálne vydanie Mesačného bulletinu, ktoré bolo venované prvému desaťročiu HMÚ a nastávajúcim výzvam. Na piatej konferencii ECB o centrálnom bankovníctve pod názvom „Euro at ten: lessons and challenges“, usporiadanej v dňoch 13. a 14. novembra 2008, sa zúčastnili centrálni bankári, zástupcovia akademickej obce, účastníci trhu a médiá z celého sveta.

V roku 2008 ECB v spolupráci s Národnou bankou Slovenska zorganizovala informačnú kampaň v rámci príprav na zavedenie eura na Slovensku k 1. januáru 2009. Logo „€ NAŠA mena“, vytvorené Eurosystemom, sa použilo vo všetkých komunikačných aktivitách súvisiacich so zavedením eura na Slovensku. Slovenská kampaň sa uskutočnila podľa vzoru komunikačnej stratégie vypracovanej pre Slovinsko, Cyprus a Maltu. Jej cieľom bolo zoznámiť profesionálnych obchodníkov s hotovosťou i širokú verejnosť so vzhľadom a bezpečnostnými prvkami eurových bankoviek a mincí, ako aj s postupmi pri prechode na novú menu (kapitola 3). V rámci príprav na zavedenie druhej série eurových bankoviek v najbližších rokoch centrálné banky Eurosystemu pracujú na komunikačnej stratégii.





Účastníci panelovej diskusie na piatej konferencii centrálnych bánk na pôde ECB 13. a 14. novembra 2008

**INŠTITUCIONÁLNY  
RÁMEC, ORGANIZÁCIA  
A ROČNÁ ÚČTOVNÁ  
ZÁVIERKA**



# I ROZHODOVACIE ORGÁNY A RIADENIE ECB

## I.1 EUROSISTÉM A EURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK



Eurosystém je systémom centrálnych bánk krajín eurozóny. Tvorí ho ECB a národné centrálné banky členských štátov EÚ, ktoré zaviedli euro (od 1. januára 2009 ich je šesťnásť). Rada guvernérov zaviedla pojem „Eurosystém“ s cieľom uľahčiť pochopenie štruktúry centrálného bankovníctva v eurozóne. Tento pojem zdôrazňuje spoločnú identitu, tímovú prácu a spoluprácu všetkých jeho členov. Pojem „Eurosystém“ obsahuje aj Lisabonská zmluva<sup>1</sup>.

ESCB tvorí ECB a národné centrálné banky všetkých členských štátov EÚ (od 1. januára 2007 ich je 27), a teda zahŕňa aj národné centrálné banky členských štátov, ktoré euro ešte neprijali.

ECB je jadrom Eurosystému a ESCB a zabezpečuje plnenie ich úloh buď svojimi vlastnými

aktivitami, alebo prostredníctvom národných centrálnych bánk. ECB má právnu subjektivitu podľa medzinárodného verejného práva.

Každá národná centrálna banka má právnu subjektivitu podľa národného práva svojej krajiny. Národné centrálné banky eurozóny, ktoré sú neoddeliteľnou súčasťou Eurosystému, vykonávajú úlohy zverené Eurosystému v súlade s pravidlami stanovenými rozhodovacími orgánmi ECB. Národné centrálné banky tiež prispievajú k činnosti Eurosystému a ESCB svojou účasťou v rôznych výboroch Eurosystému/ESCB (časť 1.5 tejto kapitoly). Na svoju vlastnú zodpovednosť môžu tiež vykonávať funkcie nesúvisiace s Eurosystémom, za predpokladu, že podľa

<sup>1</sup> Viac informácií o Lisabonskej zmluve v časti 1.2 kapitoly 5.

Rady guvernérov tieto funkcie nie sú v rozpore s cieľmi a úlohami Eurosystemu.

Eurosystem a ESCB sú riadené rozhodovacími orgánmi ECB – Radou guvernérov a Výkonnou radou. Generálna rada bola zriadená ako tretí orgán ECB s rozhodovacou právomocou, ktorý bude existovať, kým euro neprijmú všetky členské krajiny EÚ. Činnosť rozhodovacích orgánov sa riadi zmluvou, Štatútom ESCB a príslušným rokovacím poriadkom<sup>2</sup>. Rozhodovacie procesy v Eurosysteme a ESCB sú centralizované. ECB a národné centrálné banky krajín eurozóny však spoločne prispievajú, na strategickej i operatívnej úrovni, k dosahovaniu spoločných cieľov Eurosystemu, zohľadňujúc zásadu decentralizácie v súlade so Štatútom ESCB.

## 1.2 RADA GUVERNÉROV

Radu guvernérov tvoria členovia Výkonnej rady ECB a guvernéri národných centrálnych bánk členských štátov, ktoré prijali euro. Podľa zmluvy Rada guvernérov zodpovedá najmä za:

- prijímanie usmernení a rozhodnutí potrebných na zabezpečovanie plnenia úloh zverených Eurosystemu,
- tvorbu menovej politiky eurozóny vrátane potrebných rozhodnutí týkajúcich sa prechodných menových cieľov, kľúčových úrokových sadzieb a zabezpečenia rezerv v Eurosysteme, ako aj za tvorbu potrebných usmernení na ich implementáciu.

Rada guvernérov spravidla zasadá dvakrát mesačne v priestoroch ECB vo Frankfurt nad Mohanom. Na svojom prvom zasadnutí v mesiaci Rada guvernérov vykonáva najmä dôkladnú analýzu menového a hospodárskeho vývoja, na druhom zasadnutí zvyčajne prerokúva otázky týkajúce sa iných úloh a povinností ECB a Eurosystemu. V roku 2008 sa dve zasadnutia konali mimo Frankfurtu – jedno na pôde Bank of Greece v Aténach a druhé v sídle

Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique v Bruseli.

Pri prijímaní rozhodnutí o menovej politike a o ďalších úlohách ECB a Eurosystemu členovia Rady guvernérov nevystupujú ako zástupcovia svojich krajín, ale ako úplne nezávislé osoby. Z toho vyplýva aj zásada „jedného hlasu na člena“, ktorá platí pri hlasovaní Rady guvernérov. Dňa 18. decembra 2008 Rada guvernérov rozhodla, že ponechá súčasný režim hlasovania<sup>3</sup> a že rotačný systém zavedie, až keď bude počet guvernérov národných centrálnych bánk krajín eurozóny vyšší ako 18.<sup>4</sup> Toto rozhodnutie bolo prijaté v súvislosti so zvýšením počtu guvernérov v Rade guvernérov na 16 po zavedení eura na Slovensku 1. januára 2009. Rada guvernérov zároveň rozhodla o hlavných aspektoch zavedenia rotačného systému,<sup>5</sup> ktoré sa budú uplatňovať, keď počet guvernérov prekročí 18. Na základe analýzy viacerých modelov sa Rada guvernérov rozhodla pre nasledujúci model rotácie: hlasovacie práva guvernérov budú rotovať po jednom mesiaci. Počet rotujúcich guvernérov sa určí na základe rozdielu medzi počtom guvernérov a počtom

2 Rokovacie poriadky ECB sú stanovené v rozhodnutí 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, rozhodnutí 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 rozhodnutí ECB/1999/7 z 12. októbra 1999 o rokovacom poriadku Výkonnej rady ECB, Ú. v. ES L 314, 8.12.1999, s. 34. Rokovacie poriadky sú tiež k dispozícii na internetovej stránke ECB.

3 Článok 10 ods. 2 Štatútu ESCB obmedzuje počet hlasovacích práv guvernérov na 15, pripúšťa však aj možnosť, aby Rada guvernérov zavedenie rotačného systému odložila, kým počet guvernérov nepresiahne 18.

4 Viac informácií obsahuje tlačová správa z 18. decembra 2008 a rozhodnutie ECB/2008/29 o odložení zavedenia rotačného systému hlasovania Rady guvernérov Európskej centrálnej banky.

5 Dňa 19. decembra 2002 Rada guvernérov rozhodla o rotačnom systéme, podľa ktorého guvernéri národných centrálnych bánk využívajú hlasovacie právo s rozdielnou frekvenciou v závislosti od ukazovateľa relatívnej veľkosti hospodárstva príslušnej krajiny v rámci eurozóny. Na základe tohto ukazovateľa sú guvernéri národných centrálnych bánk rozdelení do rôznych skupín. Toto rozdelenie určuje, ako často môžu využívať svoje hlasovacie právo. Na začiatku boli určené dve skupiny. Keď počet členov eurozóny dosiahne 22 krajín, skupiny budú tri. Informácie o rotačnom systéme sú aj v tlačovej správe ECB z 20. decembra 2002 na stránke <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>.

hlasov pridelených každej skupine mínus dva, pričom v prípade záporného čísla sa zohľadní absolútna hodnota. Doba, keď sú jednotliví guvernéri bez hlasovacieho práva, je v prípade tohto modelu rotácie krátka, pričom sa zároveň zachováva relatívne stabilné zloženie skupiny hlasujúcich guvernérov.<sup>6</sup>

6 Rotačný model bude formálne zavedený rozhodnutím ECB, ktoré mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2004/2 z 19. februára 2004, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Európskej centrálnej banky. Podrobnejšie informácie sú v článku v budúcom čísle Mesačného bulletinu ECB.

## RADA GUVERNÉROV



### **Jean-Claude Trichet**

prezident ECB

### **Lucas D. Papademos**

viceprezident ECB

### **Lorenzo Bini Smaghi**

člen Výkonnej rady ECB

### **Michael C. Bonello**

guvernér Central Bank of Malta

### **Vítor Constâncio**

guvernér Banco de Portugal

### **Mario Draghi**

guvernér Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

guvernér Banco de España

### **Nicholas C. Garganas**

guvernér Bank of Greece (do 13. júna 2008)

### **José Manuel González-Páramo**

člen Výkonnej rady ECB

### **Tony Grimes**

úradujúci guvernér Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (od 19. júla do 19. septembra 2008)

### **John Hurley**

guvernér Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (od 1. januára do 18. júla 2008 a od 20. septembra 2008)

### **Marko Kranjec**

guvernér Banka Slovenije

### **Klaus Liebscher**

guvernér Oesterreichische Nationalbank (do 31. augusta 2008)

### **Erkki Liikanen**

guvernér Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

guvernér Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

guvernér Oesterreichische Nationalbank

(od 1. septembra 2008)

### **Christian Noyer**

guvernér Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

guvernér Central Bank of Cyprus

### **George A. Provopoulos**

guvernér Bank of Greece (od 20. júna 2008)

### **Guy Quaden**

guvernér Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

### **Ivan Šramko**<sup>7</sup>

guvernér Národnej banky Slovenska

(od 1. januára 2009)

### **Jürgen Stark**

člen Výkonnej rady ECB

### **Gertrude Tumpel-Gugerellová**

členka Výkonnej rady ECB

### **Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

úradujúci guvernér Bank of Greece

(od 14. júna do 19. júna 2008)

### **Axel A. Weber**

prezident Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

prezident De Nederlandsche Bank

### **Predný rad (zľava):**

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerellová,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

### **Stredný rad (zľava):**

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

### **Zadný rad (zľava):**

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

### **Poznámka:**

Mario Draghi a Athanasios Orphanides pri fotografovaní neboli prítomní.

<sup>7</sup> Po rozhodnutí Rady ECOFIN z 8. júla 2008 zrušiť Slovensku výnimku s účinnosťou od 1. januára 2009 sa guvernér Národnej banky Slovenska v roku 2008 zúčastňoval na zasadnutiach Rady guvernérov na osobitné pozvanie.

### 1.3 VÝKONNÁ RADA

Výkonnú radu tvoria prezident a viceprezident ECB a štyria ďalší členovia vymenovaní na základe spoločnej dohody hláv štátov a predsedov vlád členských štátov, ktoré prijali euro. Výkonná rada zasadá spravidla raz týždenne a k jej hlavným povinnostiam patrí:

- pripravovať zasadania Rady guvernérov,
- uskutočňovať menovú politiku eurozóny v súlade s usmerneniami a rozhodnutiami prijatými Radou guvernérov a v rámci tejto

- činnosti vydávať pokyny národným centrálnym bankám eurozóny,
- riadiť bežný chod ECB,
- vykonávať právomoci delegované Radou guvernérov vrátane niektorých právomocí normotvorného charakteru.

V záležitostiach týkajúcich sa riadenia ECB, jej strategického plánovania a zostavovania ročného rozpočtu Výkonnej rade asistuje Výbor pre riadenie. Výbor pre riadenie tvorí člen Výkonnej rady v pozícii predsedu a viaceri vyšších manažérov.

**Zadný rad (zľava):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Predný rad (zľava):**

Gertrude Tumpel-Gugerellová,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**  
prezident ECB  
**Lucas D. Papademos**  
viceprezident ECB  
**Lorenzo Bini Smaghi**  
člen Výkonnej rady ECB

**José Manuel González-Páramo**  
člen Výkonnej rady ECB  
**Jürgen Stark**  
člen Výkonnej rady ECB  
**Gertrude Tumpel-Gugerellová**  
členka Výkonnej rady ECB



## I.4 GENERÁLNA RADA

Generálnu radu tvoria prezident a viceprezident ECB a guvernéri národných centrálnych bank všetkých 27 členských štátov EÚ. Plní

najmä úlohy prevzaté od Európskeho menového inštitútu, ktoré je ECB povinná naďalej vykonávať, keďže euro zatiaľ neprijali všetky členské štáty. V roku 2008 mala Generálna rada päť zasadaní.

### Predný rad (zľava):

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

### Stredný rad (zľava):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

### Zadný rad (zľava):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor

### Poznámka:

Mario Draghi, Mervyn King,  
Athanasios Orphanides a Mugur  
Constantin Isărescu pri fotografovaní  
neboli prítomní.



### Jean-Claude Trichet

prezident ECB

### Lucas D. Papademos

viceprezident ECB

### Nils Bernstein

guvernér Danmarks Nationalbank

### Michael C. Bonello

guvernér Central Bank of Malta

### Vitor Constâncio

guvernér Banco de Portugal

### Mario Draghi

guvernér Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

guvernér Banco de España

### Nicholas C. Garganas

guvernér Bank of Greece (do 13. júna 2008)

### Tony Grimes

úradujúci guvernér Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland

(od 19. júla do 19. septembra 2008)

### John Hurley

guvernér Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland (od 1. januára  
do 18. júla 2008 a od 20. septembra 2008)

### Stefan Ingves

guvernér Sveriges Riksbank

### Mugur Constantin Isărescu

guvernér Banca Națională a României

### Ivan Iskrov

guvernér Българска народна банка  
(Bulharskej národnej banky)

### Mervyn King

guvernér Bank of England

### Marko Kranjec

guvernér Banka Slovenije

### Klaus Liebscher

guvernér Oesterreichische Nationalbank  
(do 31. augusta 2008)

### Erkki Liikanen

guvernér Suomen Pankki – Finlands Bank

### Andres Lipstok

guvernér Eesti Pank

### Yves Mersch

guvernér Banque centrale du Luxembourg

### Ewald Nowotny

guvernér Oesterreichische Nationalbank  
(od 1. septembra 2008)

### Christian Noyer

guvernér Banque de France

### Athanasios Orphanides

guvernér Central Bank of Cyprus

### George A. Provopoulos

guvernér Bank of Greece (od 20. júna 2008)

### Guy Quaden

guvernér Nationale Bank van België/Banque  
Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimševičs**

guvernér Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

predseda správnej rady Lietuvos bankas

**András Simor**

guvernér Magyar Nemzeti Bank

**Sławomir Skrzypek**

prezident Narodowy Bank Polski

**Ivan Šramko**

guvernér Národnej banky Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

úradujúci guvernér Bank of Greece

(od 14. júna do 19. júna 2008)

**Zdeněk Tůma**

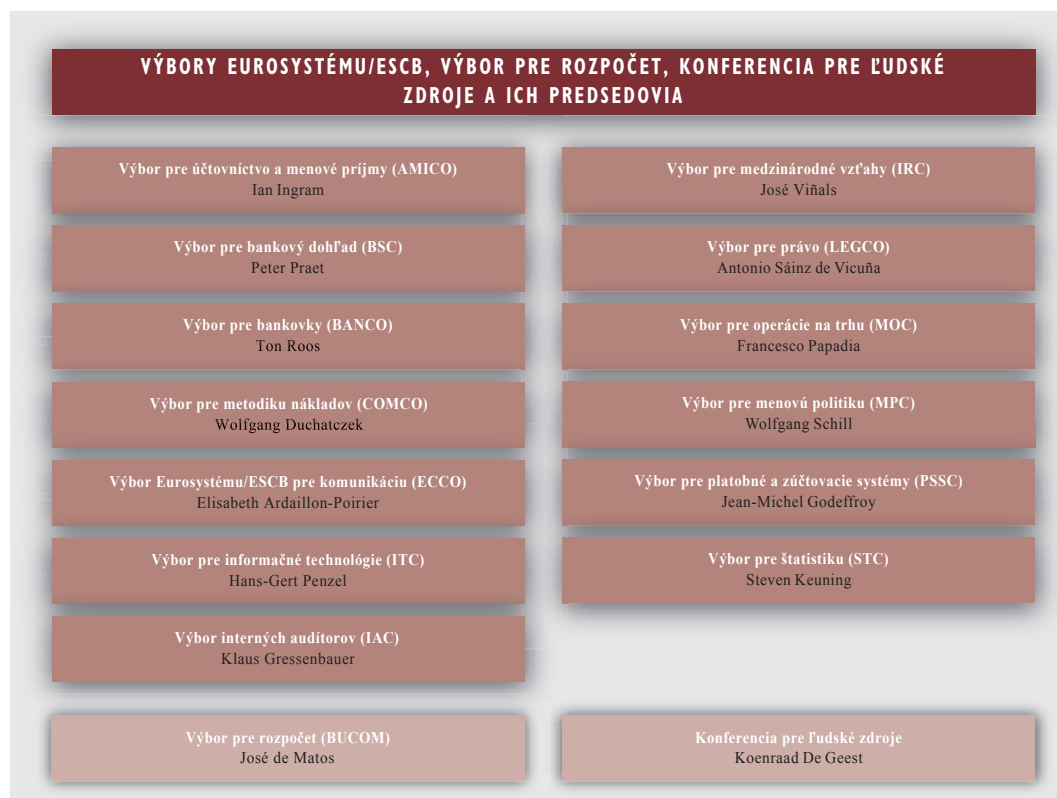
guvernér České národní banky

**Axel A. Weber**

prezident Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

prezident De Nederlandsche Bank

**1.5 VÝBORY EUROSISTÉMU/ESCB, VÝBOR PRE ROZPOČET, KONFERENCIA PRE ĽUDSKÉ ZDROJE A RIADIACI VÝBOR EUROSISTÉMU PRE OBLASŤ IT**



Výbory Eurosystému/ESCB naďalej zohrávajú dôležitú pomocnú úlohu pri plnení úloh rozhodovacích orgánov ECB. Na požiadanie Rady guvernérov a Výkonnej rady tieto výbory poskytujú svoje odborné znalosti v oblasti svojej pôsobnosti a pomáhajú pri rozhodovacích procesoch. Členmi výborov zvyčajne môžu byť len zamestnanci centrálnych bánk Eurosystému. Na zasadaniach výborov, ktoré sa venujú otázkam patriacim do pôsobnosti Generálnej rady, sa však zúčastňujú aj predstavitelia národných centrálnych bánk členských krajín, ktoré ešte neprijali euro. Ak je to potrebné, na zasadnutie možno prizvať aj iné kompetentné orgány – v prípade Výboru pre bankový dohľad sú to napríklad národné orgány bankového dohľadu. K 31. decembru 2008 bolo v súlade s článkom 9 ods. 1 rokovacieho poriadku ECB ustanovených 13 výborov Eurosystému/ESCB.

Výbor pre rozpočet, ktorý bol ustanovený podľa článku 15 rokovacieho poriadku ECB, pomáha Rade guvernérov v záležitostiach týkajúcich sa rozpočtu ECB.

Konferencia pre ľudské zdroje bola založená v roku 2005 v súlade s článkom 9a rokovacieho poriadku ako fórum na výmenu skúseností, odborných znalostí a informácií z oblasti riadenia ľudských zdrojov medzi centrálnymi bankami Eurosystému/ESCB.

V súlade s vyhlásením o úlohách a organizačnými zásadami Eurosystému, ktoré stanovujú za cieľ využívať v rámci Eurosystému synergie a zvyšovať efektívnosť prostredníctvom úspor z rozsahu, Rada guvernérov v auguste 2007 zriadila Riadiaci výbor Eurosystému pre oblasť IT (Eurosystem IT Steering Committee – EISC), ktorého úlohou je priebežne zlepšovať používanie informačných technológií v rámci Eurosystému. Výbor EISC je zodpovedný najmä za riadenie oblasti informačných technológií v Eurosystéme a jeho cieľom je zvýšiť efektívnosť a účinnosť rozhodovacieho procesu Rady guvernérov v oblasti projektov a operácií Eurosystému/ESCB v oblasti informačných technológií. Výbor EISC, v ktorom má každá centrálna banka Eurosystému jedného člena,

podlieha Rade guvernérov prostredníctvom Výkonnej rady.

## 1.6 RIADENIE ORGANIZÁCIE

Popri rozhodovacích orgánoch systém riadenia ECB zahŕňa rôzne vonkajšie a vnútorné kontrolné mechanizmy, tri kódexy správania, ako aj pravidlá o verejnom prístupe k dokumentom ECB.

### VONKAJŠIE KONTROLNÉ MECHANIZMY

Podľa Štatútu ESCB existujú dve úrovne kontroly – externý audítor na overenie ročnej účtovnej závierky ECB (článok 27 ods. 1 Štatútu ESCB) a Európsky dvor audítorov, ktorý hodnotí efektívnosť hospodárenia ECB (článok 27 ods. 2). Výročná správa Európskeho dvora audítorov spolu s vyjadrením ECB sa zverejňuje na internetovej stránke ECB a v Úradnom vestníku Európskej únie. V záujme upevnenia dôvery verejnosti v nezávislosť externého audítora ECB sa pri výbere audítorskej firmy uplatňuje zásada rotácie.<sup>8</sup> V rámci svojej štatutárnej úlohy predkladať Rade EÚ odporúčania v súvislosti s vymenovávaním externých audítorov centrálnych bánk ESCB (ako stanovuje článok 27 ods. 1 Štatútu ESCB) Rada guvernérov v roku 2008 schválila „Pravidlá týkajúce sa výberu a mandátu externých audítorov“, ktoré boli zverejnené na internetovej stránke ECB. Tieto pravidlá, ktoré sú pre každú centrálnu banku Eurosystému smerodajné pri výbere externých audítorov a následnom určovaní ich mandátu, umožňujú Rade guvernérov vypracovávať odporúčania určené Rade EÚ na základe harmonizovaných, konzistentných a transparentných kritérií výberu.

### VNÚTORNÉ KONTROLNÉ MECHANIZMY

Štruktúra vnútornej kontroly ECB je založená na prístupe, podľa ktorého všetky organizačné jed-

<sup>8</sup> V rokoch 2003 až 2007 bola externým audítorom ECB spoločnosť KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. V súlade so zásadou rotácie audítorských firiem bol na obdobie rokov 2008 až 2012 na základe výberového konania vybraný nový externý audítor ECB, spoločnosť PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

notky (oddelenia, odbory, riaditeľstvá a generálne riaditeľstvá) zodpovedajú za riadenie vlastných rizík, vlastnú kontrolu, ako aj účinnosť a efektívnosť svojich operácií. Každá organizačná jednotka uplatňuje v rámci svojej pôsobnosti rôzne operačné kontrolné postupy rešpektujúce toleranciu rizík stanovenú ex ante Výkonnou radou. Ako príklad možno spomenúť súbor pravidiel a postupov známy ako „čínsky múr“. Jeho účelom je zabrániť, aby dôverné informácie, pochádzajúce napríklad z útvarov poverených výkonom menej politiky, prenikli do útvarov zodpovedných za správu devízových rezerv a vlastných zdrojov ECB. V roku 2008 ECB aj naďalej pokračovala vo vylepšovaní svojho prístupu k riadeniu operačných rizík. Ústredná jednotka v rámci Generálneho riaditeľstva pre ľudské zdroje, rozpočet a organizáciu uskutočnila komplexnú analýzu, v rámci ktorej jednotlivé úseky stanovili operačné riziká, ktorých naplnenie by mohlo mať pre ECB značné negatívne obchodné a finančné dôsledky, resp. dôsledky na jej dobré meno. Na základe tejto analýzy boli vypracované akčné plány na riešenie takýchto rizík. ECB tiež v spolupráci s národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny vyvinula rámec riadenia operačných rizík pre úlohy a procesy Eurosystemu, ktorý bude zavedený od roku 2009.

Nezávisle od vnútornej kontrolnej štruktúry a monitorovania rizík v ECB audit uskutočňuje aj riaditeľstvo interného auditu, ktoré patrí do priamej pôsobnosti Výkonnej rady. V súlade s mandátom určeným v Stanovách auditu ECB<sup>9</sup> sú interní audítori ECB zárukou nezávislosti a objektivity a poskytujú konzultačné služby, prostredníctvom ktorých systematicky hodnotia a zvyšujú účinnosť riadenia rizík, kontroly a riadiacich procesov. Riaditeľstvo interného auditu v rámci tejto činnosti vychádza z Medzinárodných štandardov pre odborný výkon interného auditu stanovených Inštitútom interných audítorov.

Výbor interných audítorov (výbor Eurosystemu/ESCB), ktorý tvoria vedúci útvarov interného auditu ECB a národných centrálnych bánk, zodpovedá za koordináciu výkonu auditu spo-

ločných projektov a prevádzkových systémov Eurosystemu/ESCB.

V záujme zlepšenia riadenia organizácie Rada guvernérov v apríli 2007 zriadila Výbor ECB pre audit. Členmi výboru sú traja členovia Rady guvernérov, pričom predsedom je John Hurley (guvernér Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

### KÓDEXY SPRÁVANIA

V ECB platia tri kódexy správania. Prvý z nich je určený členom Rady guvernérov. Zohľadňujúc ich zodpovednosť za ochranu integrity a dobrého mena Eurosystemu a jeho efektívnu činnosť<sup>10</sup> tento kódex usmerňuje členov Rady guvernérov a ich zástupcov a stanovuje etické normy, ktoré sú povinní dodržiavať pri výkone svojej funkcie. Rada guvernérov vymenúva tiež svojho poradcu, ktorý jej členom radí v niektorých otázkach profesionálneho vystupovania. Druhým je Kódex správania ECB, ktorý usmerňuje a upravuje normy konania zamestnancov ECB a členov Výkonnej rady, od ktorých sa pri výkone ich povinností očakáva vysoký štandard profesionálnej etiky.<sup>11</sup> V súlade s pravidlami Kódexu správania proti zneužívaniu vnútorných informácií nesmú zamestnanci ECB a členovia Výkonnej rady využívať dôverné informácie na svoje súkromné finančné aktivity uskutočňované na vlastné riziko a na vlastný účet, alebo na riziko a účet tretej strany.<sup>12</sup> Tretím je Doplnkový kódex etických kritérií pre členov Výkonnej rady.<sup>13</sup> Dopĺňa prvé dva kódexy a upresňuje etický režim, ktorý platí pre členov Výkonnej rady. Pre záležitosti profesionálnej etiky Výkonná rada vymenúva poradcu, ktorý zabezpečuje jednotný výklad týchto pravidiel.

9 Stanovy auditu sú v záujme transparentnosti systému auditu v ECB zverejnené na internetovej stránke ECB.

10 Pozri Kódex správania členov Rady guvernérov, Ú. v. ES C 123, 24.5.2002, s. 9, jeho zmeny a doplnenia v Ú. v. ES C 10, 16.1.2007, s. 6, a internetovú stránku ECB.

11 Pozri Kódex správania Európskej centrálnej banky v súlade s článkom 11 ods. 3 Rokovacieho poriadku Európskej centrálnej banky, Ú. v. ES C 76, 8.3.2001, s. 12, a internetovú stránku ECB.

12 Pozri časť 1.2 Pravidiel pre zamestnancov ECB, ktorá obsahuje pravidlá profesionálneho konania a služobného tajomstva, Ú. v. EÚ C 92, 16.4.2004, s. 31, a internetovú stránku ECB.

13 Pozri Doplnkový kódex etických kritérií pre členov Výkonnej rady, Ú. v. EÚ C 230, 23.9.2006, s. 46, a internetovú stránku ECB.

### **OPATRENIA PROTI PODVODOM**

Európsky parlament a Rada EÚ v roku 1999 prijali nariadenie<sup>14</sup> s cieľom zvýšiť účinnosť boja proti podvodom, korupcii a ďalším nezákonným činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev. Nariadenie upravuje najmä interné vyšetrowanie Európskym úradom pre boj proti podvodom (OLAF) v inštitúciách, orgánoch, úradoch a agentúrach Spoločenstva v prípadoch podozrenia z podvodu.

Nariadenie predpokladá, že každá z uvedených inštitúcií prijme rozhodnutia, ktoré úradu umožnia vykonávať v nich vyšetrowanie. V júni 2004 Rada guvernérov prijala rozhodnutie<sup>15</sup> o podmienkach vyšetrowania Európskej centrálnej banky Európskym úradom pre boj proti podvodom, ktoré vstúpilo do platnosti 1. júla 2004.

### **VEREJNÝ PRÍSTUP K DOKUMENTOM ECB**

V marci 2004 prijala ECB rozhodnutie o verejnom prístupe k dokumentom ECB<sup>16</sup>, ktoré je v súlade s cieľmi a štandardmi používanými v iných inštitúciách a orgánoch Spoločenstva v rámci prístupu verejnosti k ich dokumentom. Rozhodnutie zvyšuje transparentnosť a zároveň zohľadňuje nezávislosť ECB a národných centrálnych bánk a zabezpečuje dôvernosť určitých záležitostí týkajúcich sa výkonu úloh ECB.<sup>17</sup>

V roku 2008 bol počet žiadostí o prístup k dokumentom aj naďalej obmedzený.

14 Nariadenie (ES) č. 1073/1999 Európskeho parlamentu a Rady z 25. mája 1999 o vyšetrowaniach Európskeho úradu pre boj proti podvodom (OLAF), Ú. v. ES L 136, 31.5.1999, s. 1.

15 Rozhodnutie ECB/2004/11 o podmienkach vyšetrowaní vykonávaných Európskym úradom pre boj proti podvodom v ECB v súvislosti s predchádzaním podvodom, korupcii a všetkým ostatným protiprávnym činnostiam poškodzujúcim finančné záujmy Európskych spoločenstiev, ktorým sa menia a dopĺňajú podmienky zamestnávania zamestnancov ECB, Ú. v. EÚ L 230, 30.6.2004, s. 56. Toto rozhodnutie bolo reakciou na rozhodnutie Európskeho súdneho dvora z 10. júla 2003 v prípade 11/00 Komisie proti Európskej centrálnej banke, ECR I-7147.

16 Rozhodnutie ECB/2004/3 o prístupe verejnosti k dokumentom Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ L 80, 18.3.2004, s. 42.

17 V rámci snahy ECB o otvorenosť a transparentnosť bola v roku 2006 na internetovej stránke ECB vytvorená nová sekcia Archiv, ktorá umožňuje prístup k starším dokumentom.

## 2 ORGANIZAČNÝ VÝVOJ

### 2.1 ĽUDSKÉ ZDROJE

V roku 2008 ECB pokračovala v zavádzaní rámca svojej politiky ľudských zdrojov, ktorý zohľadňuje hodnoty ECB a základné zásady v oblasti ľudských zdrojov<sup>18</sup>. Rámec politiky ľudských zdrojov vysvetľuje dôvod výberu konkrétnych politík ľudských zdrojov a ich vzájomné vzťahy. Politika riadenia ľudských zdrojov sa v tomto rámci delí na štyri hlavné oblasti:

#### PODNIKOVÁ KULTÚRA

Vzhľadom na skutočnosť, že jej zamestnanci pochádzajú z 27 rôznych členských štátov EÚ, ECB do svojich postupov v oblasti ľudských zdrojov zahrnuje aj riadenie diverzity s cieľom oceniť a v plnej miere využiť individuálne schopnosti zamestnancov na dosahovanie cieľov ECB. Riadenie diverzity v ECB vychádza zo stratégie diverzity prijatej v roku 2006. Jej cieľom je zabezpečiť pre všetkých zamestnancov banky dôstojné zaobchádzanie a hodnotenie ich výkonu na základe zásluh. V roku 2008 ECB zorganizovala prvé fórum o diverzite pre riadiacich pracovníkov s cieľom zvýšiť informovanosť o otázkach diverzity a umožniť výmenu názorov a skúseností na rôzne témy súvisiace s rovnosťou pohlaví, národností a veku.

Šesť spoločných hodnôt ECB (odborná spôsobilosť, účinnosť a efektívnosť, bezúhonnosť, tímová práca, transparentnosť a zodpovednosť, a práca v prospech Európy) tvorí čoraz dôležitejšiu súčasť politiky ľudských zdrojov. Cieľom je formovanie bežného konania zamestnancov a zvyšovanie ich výkonu.

#### PERSONÁLNY RAST

Všeobecné zásady internej mobility v rámci ECB, ktoré zamestnancom odporúčajú meniť svoju pozíciu po piatich rokoch, získavali aj naďalej značnú podporu. Účelom programu mobility je dať zamestnancom možnosť rozširovať a zvyšovať si kvalifikáciu. Pre ECB predstavuje spôsob, ako rozširovať obzory svojich zamestnancov a zlepšovať spoluprácu medzi jednotlivými útvarmi. Interná náborová politika ECB, ktorá kladie dôraz na širšie spektrum odborných znalostí, tak tiež podporuje internú

mobilitu pracovníkov. V roku 2008 sa v rámci banky na kratšie či dlhšie obdobie presunulo viac ako 165 zamestnancov vrátane 17 manažérov a poradcov.

Program ECB pre externé stáže umožňuje vyslať zamestnancov do 27 národných centrálnych bánk krajín EÚ alebo do iných relevantných medzinárodných organizácií (napr. MMF a BIS) na obdobie 2 až 12 mesiacov. V roku 2008 bolo v rámci tohto programu vyslaných na stáž 23 zamestnancov. Okrem toho ECB poskytla 30 zamestnancom neplatené voľno na obdobie do troch rokov. Mnohí z nich (19) sa zamestnali v národných centrálnych bankách, medzinárodných organizáciách alebo súkromných spoločnostiach. Ostatní využili obdobie neplateného voľna na študijné účely. Ku koncu decembra 2008 využívalo neplatené voľno spolu 54 zamestnancov (v roku 2007 ich bolo 56), zatiaľ čo na rodičovskej dovolenke bolo 26 zamestnancov (v roku 2007 ich bolo 23).

Stratégia ľudských zdrojov sa okrem podpory mobility (vrátane rotácie na manažérskych pozíciách) naďalej zameriavala aj na rozvoj schopností pracovníkov ECB, najmä na zdokonaľovanie riadiacich schopností pomocou vzdelávacích aktivít a individuálnych školení. Vzdelávacie aktivity pre riadiacich pracovníkov sa sústreďovali na zlepšovanie tímovej práce, vodcovských a náborových schopností a rôznych aspektov riadenia výkonnosti.

Riadiaci pracovníci okrem toho absolvovali hodnotenie formou spätnej väzby z viacerých zdrojov, v rámci ktorého podriadení i rovnako postavení pracovníci a externé kontakty určujú oblasti ich ďalšieho osobného rastu. Na základe tohto hodnotenia boli poskytnuté individuálne školenia.

Ťažiskom stratégie ECB v oblasti ľudských zdrojov aj naďalej zostáva priebežné získavanie a rozvoj odborných znalostí a schopností

<sup>18</sup> Základné zásady ľudských zdrojov sú: organizačná potreba, decentralizované riadenie zamestnancov, zásluhy, diverzita, atraktívne pracovné podmienky a vzájomná lojalita.

všetkých jej zamestnancov. Základnou zásadou je, že zodpovednosť za vzdelávanie a rozvoj nesú tak zamestnanci, ako aj inštitúcia. ECB na jednej strane poskytuje rozpočtové prostriedky a rámec odbornej prípravy, pričom riadiaci pracovníci určujú potreby odborného vzdelávania, ktoré si súčasné pozície zamestnancov vyžadujú. Zamestnanci musia na druhej strane uskutočniť potrebné kroky na svoj ďalší rozvoj a vzdelávanie a sú zodpovední za udržiavanie najvyššej možnej úrovne svojich odborných znalostí. Zamestnanci okrem mnohých interných možností odbornej prípravy naďalej využívali aj externé možnosti vzdelávania v oblastiach „technickejšej“ povahy. Zúčastňovali sa aj na školeniach organizovaných v rámci spoločných programov ESCB alebo poskytovaných národnými centrálnymi bankami.

V rámci politiky nadstavbovej odbornej prípravy ECB podporila 12 svojich zamestnancov pri získavaní kvalifikácie, ktorá zvýši ich odbornú spôsobilosť nad úroveň vyžadovanú ich súčasnou pozíciou.

### **NÁBOR ZAMESTNANCOV**

Počet zamestnancov ECB (ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok) s pracovnou zmluvou v ECB na konci roka 2008 dosiahol 1 536 osôb<sup>19</sup> (1 478 na konci roka 2007).

V rámci externého náboru na stále pracovné miesta sa uzatvárali zmluvy na dobu určitú, a to na päť rokov v prípade riadiacich pozícií a na tri roky v prípade všetkých ostatných pozícií. Po následnom zvážení organizačných potrieb a osobnom ohodnotení zamestnanca je možné tieto zmluvy zmeniť na zmluvy na dobu neurčitú. Zmluvami na dobu určitú tiež možno pokryť dočasnú absenciu stálych zamestnancov dlhšiu ako 12 mesiacov, napríklad v prípade neplatenej alebo rodičovskej dovolenky. V roku 2008 ponúkla ECB spolu 108 zmlúv na dobu určitú. V roku 2008 odišlo z ECB 45 zamestnancov. Okrem toho ECB v roku 2008 uzavrela 113 krátkodobých zmlúv (a tiež predĺžila niekoľko zmlúv z roku 2007) na pokrytie absencie kratšej ako jeden rok. Počas roka vypršalo 83 krátkodobých zmlúv.

ECB tiež ponúka krátkodobé zmluvy pracovníkom národných centrálnych bánk a medzinárodných organizácií, čím umožňuje vzájomnú výmenu skúseností medzi ECB a týmito inštitúciami. Krátkodobé zamestnávanie pracovníkov národných centrálnych bánk tiež prispieva k atmosfére tímovej práce v rámci ESCB. 31. decembra 2008 pracovalo v ECB na rôznych projektoch 122 zamestnancov z národných centrálnych bánk a medzinárodných organizácií (31. decembra 2007 ich bolo 91).

V septembri 2008 banka uzavrela dvojročné zmluvy bez možnosti konverzie na dobu určitú s ďalšími účastníkmi absolventského programu ECB, ktorý je zameraný na čerstvých absolventov so všeobecným vzdelaním. V roku 2008 ukončila absolventský program prvá generácia účastníkov tohto programu, pričom mnohým z nich sa podarilo zamestnať sa v ECB na zmluvu na dobu určitú s možnosťou konverzie na dobu neurčitú.

Možnosť absolvovania stáže v ECB je určená pre študentov a absolventov z oblasti ekonomiky, štatistiky, podnikového riadenia, práva a prekladateľstva. 31. decembra 2008 bolo v ECB 84 stážistov.

ECB tiež udelila dve štipendiá v rámci programu Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, o ktoré sa môžu uchádzať poprední ekonómovia, a päť štipendií mladým pracovníkom z oblasti výskumu v rámci programu Lamfalussy Fellowship Programme.

### **PODMIENKY ZAMESTNÁVANIA**

Zohľadňujúc najnovší vývoj predpokladanej dĺžky života a dlhodobého financovania ECB pokračovala v revízii dôchodkového programu, ktorý poskytuje svojim zamestnancom. Výsledky revízie by sa mali implementovať začiatkom roka 2009.

<sup>19</sup> Bez zamestnancov, ktorí sú na neplatenej dovolenke. Do uvedeného počtu zamestnancov sú zahrnutí zamestnanci s pracovnou zmluvou na dobu neurčitú, určitú, s krátkodobou zmluvou, účastníci absolventského programu ECB a tiež zamestnanci na materskej dovolenke a dlhodobo práceneschopní.

V roku 2008 tiež ECB iniciovala revíziu svojich postupov týkajúcich sa disciplinárneho konania a odvolaní. Cieľom prijatých zmien bolo zvýšenie účinnosti a efektívnosti postupov v oboch prípadoch pri súčasnom zachovaní práv zamestnancov.

S cieľom zabezpečiť lepšiu rovnováhu medzi pracovným a súkromným životom zamestnancov a ďalej rozvíjať flexibilitu ECB Výkonná rada v roku 2008 rozhodla o spustení pilotného projektu, ktorého cieľom je postupné zavedenie teleworkingu (práce na diaľku). Prípadnému rozhodnutiu o rozšírení tejto schémy bude predchádzať dôkladne zhodnotenie výhod a nevýhod po ukončení pilotného projektu v roku 2009.

## 2.2 KONFERENCIA PRE ĽUDSKÉ ZDROJE

Konferencia pre ľudské zdroje (Human Resources Conference – HRC) a jej podštruktúry sa v roku 2008 v rámci svojej činnosti zaoberali rôznymi aspektmi vzdelávania a rozvoja zamestnancov. Na základe analýzy potrieb boli vypracované nové vzdelávacie aktivity ESCB, ktoré budú zavedené v roku 2009. HRC zároveň prijala opatrenia na zvýšenie mobility v rámci ESCB s cieľom rozšíriť pre zamestnancov centrálnych bánk Eurosystemu/ESCB možnosti výmeny skúseností a podporiť spoluprácu a tímovú prácu.

HRC a Výbor pre komunikáciu Eurosystemu/ESCB okrem toho zorganizovali konferenciu zameranú na komunikáciu v rámci ľudských zdrojov, ktorej účelom bola výmena skúseností a ďalšia práca na vývoji najlepších postupov. Na konferencii mali zastúpenie všetky centrálné banky ESCB. Na svojich zasadnutiach sa HRC venovala aj ďalším témam, napríklad demografií, hodnotiacim centram, budúcemu vývoju ľudských zdrojov v Európe a kľúčovým výzvam do roku 2015.

## 2.3 NOVÉ SÍDLO ECB

Práce na novom sídle ECB vo frankfurtskom Ostende pokračovali aj v roku 2008.

V apríli 2008 sa začali prípravné práce pred výstavbou. Dve štvorposchodové prístavby Grossmarkthalle boli manuálne rozobrané, pričom väčšina kameninových tehál sa ponechala na účely renovácie fasády budovy Grossmarkthalle s cieľom zachovať sfarbenie a štruktúru pôvodných tehál. Koncom jari sa začali hĺbiace práce suterénov dvoch kancelárskych budov a podzemnej garáže pre zamestnancov v južnej časti areálu. Následne boli osadené základové piliere. Tieto predbežné práce boli dokončené podľa plánu a v rámci rozpočtu pred septembrom 2008.

Dňa 6. mája 2008 Petra Rothová, starostka Frankfurtu, odovzdala prezidentovi ECB povolenie na výstavbu nového sídla ECB. Stavebné povolenie je oficiálnym právnym schválením výstavby nového sídla na mieste bývalej Grossmarkthalle.

Dňa 25. júna 2008 sa ECB rozhodla oficiálne ukončiť medzinárodné výberové konanie na generálneho dodávateľa výstavby svojho nového sídla. Výberové konanie neprinieslo uspokojivý ekonomický výsledok, keďže prijaté ponuky značne presiahli rozpočtový odhad ECB. V priebehu leta a jesene 2008 uskutočnili architekti a projektanti hĺbkovú analýzu situácie na stavebnom trhu. Vychádzajúc z tejto analýzy sa Rada guvernérov v novembri 2008 rozhodla zmeniť stratégiu výberového konania a rozdeliť stavebné práce na menšie zákazky, a na ich základe vyhlásiť nové výberové konanie. V priebehu roka 2009 bude vyhlásených približne 15 individuálnych výberových konaní, a to na štruktúrne práce, fasádu a ďalšie časti budovy. Cieľom tejto stratégie výberového konania je zintenzívniť súťaž o realizáciu projektu, a to aj zo strany stredne veľkých firiem, a nájsť pre jednotlivé zákazky špecializované firmy. Stratégia výberového konania bude vychádzať z vyrovnaných zmluvných podmienok, ktoré sa bežne používajú na stavebnom trhu.

ECB je aj naďalej plne odhodlaná neprekročiť pôvodne odhadované stavebné náklady vo výške približne 500 miliónov EUR (v stálych cenách z roku 2005). Tieto náklady sa prehodnocujú v súlade príslušnými oficiálnymi cenovými indexmi zostavenými nemeckým štatistickým úradom (Statistisches Bundesamt). Výstavba nového sídla, ktoré bude vyhovovať špecifickým potrebám ECB, sa z hľadiska hospodárnosti považuje za najlepšiu možnosť.

Na konci roka 2009, po vyhodnotení ponúk, Rada guvernérov prijme potrebné rozhodnutia o pokračovaní projektu.

#### **2.4 ÚRAD EUROSYSTÉMU PRE KOORDINÁCIU OBSTARÁVANIA**

S cieľom zlepšiť spoluprácu v rámci Eurosystému v oblasti obstarávania Rada guvernérov v júli 2007 rozhodla o vytvorení Úradu Eurosystému pre koordináciu obstarávania (Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO). Do tejto iniciatívy je dobrovoľne zapojených spolu 20 centrálnych bánk ESCB. V decembri 2007 bola Banque centrale du Luxembourg zvolená za hostiteľa EPCO na obdobie od 1. januára 2008 do 31. decembra 2012. V roku 2008 boli prijatí všetci štyria zamestnanci EPCO a uskutočnilo sa sedem zasadaní odborníkov zo zúčastnených centrálnych bánk. Práca úradu sa zameriavala na stanovenie najlepších postupov. V novembri 2008 prijala Rada guvernérov rozhodnutie, ktoré stanovuje rámec pre koordinované obstarávanie v rámci Eurosystému. Na základe tohto rozhodnutia, ktorého cieľom je zabezpečiť rovnaké podmienky pre centrálny banky zúčastňujúce sa na koordinovanom obstarávaní, tiež Rada guvernérov schválila plán obstarávania na rok 2009. Na čele úradu je Riadiaci výbor EPCO, ktorý prostredníctvom Výkonnej rady zodpovedá Rade guvernérov.

### 3 SOCIÁLNY DIALÓG ESCB

Sociálny dialóg ESCB je poradné fórum medzi ECB a zástupcami zamestnancov zo všetkých centrálnych bánk ESCB a európskych federácií odborových zväzov<sup>20</sup>. Jeho účelom je poskytovanie informácií a podpora výmeny názorov na záležitosti, ktoré môžu mať závažnejší vplyv na podmienky zamestnávania v centrálnych bankách ESCB.

Tieto informácie sa poskytujú v polročných informačných bulletinoch a na zasadnutiach, ktoré sa uskutočňujú v apríli a októbri. V roku 2008 sa na zasadnutiach preberali otázky týkajúce sa spolupráce a špecializácie v rámci Eurosystemu, Lisabonská zmluva a jej vplyv na ESCB a význam trhových operácií a finančného dohľadu v období turbulencií na finančných trhoch. Diskutovalo sa aj o záležitostiach súvisiacich s výrobou a obehom bankoviek, ako aj o platobných systémoch (TARGET2, TARGET2-Securities a CCBM2). Zástupcovia zamestnancov boli informovaní aj o činnosti Konferencie pre ľudské zdroje.

Bola zriadená účelová pracovná skupina pre výrobu a obeh bankoviek. Počet jej členov bol veľmi obmedzený a jej cieľom bolo vyriešiť technické otázky v súvislosti s bankovkami pred plenárnym zasadnutím sociálneho dialógu ESCB.

20 Stály výbor odborových zväzov zamestnancov európskych centrálnych bánk (Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) a Európska federácia odborových zväzov verejných zamestnancov (European Federation of Public Service Unions – EPSU).



## 4 ROČNÁ ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA ECB

# SPRÁVA O ČINNOSTI ZA ROK KONČIACI SA 31. DECEMBRA 2008

## 1 CHARAKTER ČINNOSTI

Činnosť ECB v roku 2008 je podrobne opísaná v jednotlivých kapitolách výročnej správy.

## 2 CIELE A ÚLOHY

Ciele a úlohy ECB sú opísané v Štatúte ESCB (články 2 a 3). Prehľad plnenia týchto cieľov je uvedený v predsluve prezidenta k výročnej správe.

## 3 HLAVNÉ ZDROJE, RIZIKÁ A PROCESY

### RIADENIE ECB

Informácie týkajúce sa systému riadenia ECB sú uvedené v kapitole 8.

### ČLENOVIA VÝKONNEJ RADY

Členovia Výkonnej rady sú vymenovaní spoločne uznávaných a skúsených odborníkov z oblasti menovej politiky alebo bankovníctva po vzájomnej dohode vlád členských štátov na úrovni hláv štátov alebo predsedov vlád na základe odporúčania Rady EÚ, ktorá ho predtým konzultuje s Európskym parlamentom a Radou guvernérov.

Pracovný poriadok členov Výkonnej rady stanovuje Rada guvernérov na základe návrhu výboru, ktorý pozostáva z troch členov vymenovaných Radou guvernérov a troch členov vymenovaných Radou EÚ.

Požitky členov Výkonnej rady sú uvedené v ročnej účtovnej závierke v poznámke 29 „Personálne náklady“.

### ZAMESTNANCI

Priemerný počet zamestnancov (ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok) s pracovnou zmluvou v ECB<sup>1</sup> sa zvýšil z 1 448 v roku 2007 na 1 499 v roku 2008. Na konci roka 2008 mala ECB 1 536 zamestnancov. Podrobnejšie

informácie sú v ročnej účtovnej závierke v poznámke 29 „Personálne náklady“ a v druhej časti kapitoly 8, ktorá sa zaoberá aj stratégiou ECB v oblasti riadenia ľudských zdrojov.

### INVESTIČNÁ ČINNOSŤ A RIADENIE RIZÍK

Portfólio devízových rezerv ECB tvoria devízové rezervy, ktoré do ECB previedli národné centrálné banky krajín eurozóny v súlade s ustanoveniami článku 30 Štatútu ESCB, a výnosy z týchto rezerv. Tieto rezervy sa používajú na financovanie operácií ECB na devízovom trhu na účely stanovené v zmluve.

Portfólio vlastných zdrojov ECB tvorí jej splatené základné imanie, protipoložka rezerv na krytie rizík súvisiacich so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata, všeobecný rezervný fond a kumulované minulé výnosy z tohto portfólia. Jeho účelom je zabezpečiť ECB príjem, ktorý sa podieľa na krytí jej prevádzkových nákladov.

Investičné aktivity ECB a riadenie súvisiacich rizík sú podrobnejšie opísané v kapitole 2.

### ROZPOČTOVÝ PROCES

V procese finančného riadenia ECB zohráva rozhodujúcu úlohu rozpočtový výbor (Budget Committee – BUCOM), ktorý tvoria odborníci z ECB a z národných centrálnych bánk krajín eurozóny. V súlade s článkom 15 rokovacieho poriadku výbor BUCOM pomáha Rade guvernérov v záležitostiach týkajúcich sa rozpočtu podrobným hodnotením návrhov ročného rozpočtu ECB a žiadostí Výkonnej rady o dodatočné rozpočtové financovanie ešte predtým, ako sa tieto návrhy a žiadosti predložia na schválenie Rade guvernérov. Výkonná rada, zohľadňujúc pokyny útvarov vnútornej kontroly ECB, a Rada guvernérov za podpory výboru BUCOM pravidelne hodnotia, či hospodárenie

1 Bez zamestnancov, ktorí sú na neplatenej dovolenke. Do uvedeného počtu zamestnancov sú zahrnutí zamestnanci s pracovnou zmluvou na dobu neurčitú, určitú, s krátkodobou zmluvou, účastníci absolventského programu ECB a tiež zamestnanci na materskej dovolenke a dlhodobo práceneschopní.

s prostriedkami prebieha v súlade so schválenými rozpočtami.

#### 4 VÝSLEDKY HOSPODÁRENIA

##### ÚČTOVNÁ ZÁVIERKA

Podľa článku 26 ods. 2 Štatútu ESCB zostavuje ročnú účtovnú závierku ECB Výkonná rada v súlade so zásadami stanovenými Radou guvernérov. Po schválení Radou guvernérov sa závierka zverejňuje.

##### REZERVA NA KRYTIE RIZÍK SÚVISIACICH SO ZMENOU VÝMENNÝCH KURZOV, ÚROKOVÝCH MIER A CENY ZLATA

Vzhľadom na to, že väčšina aktív a pasív ECB sa pravidelne preceňuje podľa aktuálnych trhových výmenných kurzov a cien cenných papierov, ziskovosť ECB vo veľkej miere ovplyvňujú kurzové a v menšej miere aj úrokové riziká. Tieto riziká vyplývajú predovšetkým z devízových rezerv ECB vedených v amerických dolároch, japonských jenochoch a zlate, ktoré sa investujú najmä do úročených nástrojov.

Vzhľadom na vysokú exponovanosť ECB voči týmto rizikám i vzhľadom na stav na účtoch precenenia sa Rada guvernérov v roku 2005 rozhodla vytvoriť rezervu na krytie rizík súvisiacich so zmenou výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata. K 31. decembru 2007 táto rezerva predstavovala 2 668 758 313 €. V súlade s článkom 49 ods. 2 Štatútu ESCB k tejto rezerve s účinnosťou od 1. januára 2008 prispeli aj Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta sumami 4 795 450 €, resp. 2 388 127 €. Rada guvernérov sa na základe výsledkov svojho hodnotenia rozhodla do tejto rezervy k 31. decembru 2008 previesť ďalšiu sumu vo výške 1 339 019 690 €. Týmto prevodom dosiahol objem rezervy maximálnu povolenú výšku 4 014 961 580 €. Podľa rozhodnutia Rady guvernérov táto rezerva, spolu s prostriedkami vedenými vo všeobecnom rezervnom fonde, nesmie prekročiť hodnotu

základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami krajín eurozóny.

Rezerva sa bude používať na krytie realizovaných a nerealizovaných strát, najmä strát z ocenenia, ktoré nie sú kryté účtami precenenia. Jej výška a potrebnosť sa každoročne prehodnocujú, pričom sa posudzuje celý rad faktorov, predovšetkým objem rizikových aktív, miera naplnených rizík v bežnom účtovnom období, predpoklad na nasledujúci rok a hodnotenie rizík zahŕňajúce výpočet rizikových hodnôt (Values-at-Risk – VaR) rizikových aktív, ktoré sa uplatňuje konzistentne v priebehu času.

##### VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA ZA ROK 2008

Čisté výnosy ECB pred prevodom prostriedkov do rezervy na krytie rizík predstavovali 2 661 mil. € (v roku 2007 to bolo 286 mil. €). Čistý zisk vo výške 1 322 mil. € (po uskutočnení prevodu) bol rozdelený medzi národné centrálné banky.

V dôsledku posilňovania eura voči americkému doláru a v menšej miere i voči japonskému jenu v roku 2007 došlo k zníženiu eurovej hodnoty aktív ECB vedených v týchto menách. Toto zníženie predstavovalo 2,5 mld. € a je súčasťou nákladov vykázaných vo výkaze ziskov a strát. V roku 2008 viedlo oslabovanie eura voči japonskému jenu a americkému doláru k nerealizovaným ziskom vo výške približne 3,6 mld. €. Tieto zisky boli zaznamenané na účtoch precenenia, v súlade s jednotnými účtovnými pravidlami, ktoré pre Eurosystem stanovila Rada guvernérov.

Čisté úrokové výnosy sa v roku 2008 znížili z 2 421 mil. € za rok 2007 na 2 381 mil. €, najmä v dôsledku (a) nižších čistých úrokových výnosov v amerických dolároch, a (b) vyššieho úročenia pohľadávok národných centrálnych bánk z prevedených devízových rezerv. Následné zníženie čistých úrokových výnosov bolo len čiastočne vykompenzované zvýšením úrokových výnosov z pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu, najmä

v dôsledku všeobecného zvýšenia objemu eurových bankoviek v obehu.

Čisté realizované zisky z finančných operácií sa znížili zo 779 mil. € v roku 2007 na 662 mil. € v roku 2008, predovšetkým v dôsledku nižšieho objemu zlata predaného v súlade s Dohodou centrálnych bánk o zlate, ktorá nadobudla účinnosť 27. septembra 2004 a ktorej signatárom je aj ECB. Výsledné nižšie realizované zisky z týchto operácií boli len čiastočne vykompenzované vyššími čistými realizovanými ziskami z predaja cenných papierov v roku 2008 po poklese úrokových mier v Spojených štátoch počas roka 2008.

Celkové administratívne náklady ECB vrátane odpisov sa zvýšili z 385 mil. € v roku 2007 na 388 mil. € v roku 2008.

## ZMENA ZÁKLADNÉHO IMANIA ECB

Na základe rozhodnutí Rady 2007/503/ES a 2007/504/ES z 10. júla 2007 zaviedli Cyprus a Malta dňa 1. januára 2008 jednotnú menu. V súlade s článkom 49 ods. 1 Štatútu ESCB následne Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta k tomuto dňu splatili zvyšnú časť svojho upísaného podielu na základnom imaní ECB. V dôsledku týchto platieb sa splatené základné imanie ECB zvýšilo zo 4 127 mil. € k 31. decembru 2007 na 4 137 mil. € 1. januára 2008.

## 5 OSTATNÉ

### ENVIRONMENTÁLNE OTÁZKY

Na základe „Rámca environmentálnej politiky ECB“, ktorý bol prijatý na konci roka 2007, bol v roku 2008 vypracovaný prehľad environmentálnych aspektov v rámci administratívy ECB a prvý odhad ich vplyvu na životné prostredie. ECB sa tiež rozhodla vytvoriť systém environmentálneho manažérstva podľa medzinárodne platných noriem ISO 14001 a EMAS. V súčasnosti prebieha projekt na získanie certifikácie tohto systému v roku 2010. V roku 2008 boli

v tejto oblasti úspešne realizované viaceré opatrenia.

### RIADENIE SLUŽIEB V OBLASTI INFORMAČNÝCH TECHNOLOGIÍ

V roku 2008 získala ECB ako prvá centrálna banka certifikáciu podľa medzinárodnej normy ISO/IEC 20000 za vysokú úroveň kvality riadenia IT služieb (IT service management – ITSM). Norma ISO/IEC 20000 opisuje ucelený súbor procesov riadenia na účinné poskytovanie IT služieb v rámci podniku a jeho klientom. Zavedenie normy výrazne zlepšilo úroveň poskytovania IT služieb v rámci ECB a prinieslo značné výhody a vyššiu spokojnosť koncových používateľov.

## SÚVAHA K 31. DECEMBRU 2008

AKTÍVA	POZN.	2008 €	2007 €
<b>Zlato a pohľadávky v zlate</b>	<b>1</b>	<b>10 663 514 154</b>	<b>10 280 374 109</b>
<b>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>2</b>		
Pohľadávky voči MMF		346 651 334	449 565 998
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva		41 264 100 632	28 721 418 912
		<b>41 610 751 966</b>	<b>29 170 984 910</b>
<b>Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>2</b>	<b>22 225 882 711</b>	<b>3 868 163 459</b>
<b>Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>3</b>		
Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a úvery		<b>629 326 381</b>	<b>0</b>
<b>Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>4</b>	<b>25 006</b>	<b>13 774</b>
<b>Pohľadávky v rámci Eurosystemu</b>	<b>5</b>		
Pohľadávky súvisiace s pridelením eurových bankoviek v rámci Eurosystemu		61 021 794 350	54 130 517 580
Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)		234 095 515 333	17 241 183 222
		<b>295 117 309 683</b>	<b>71 371 700 802</b>
<b>Ostatné aktíva</b>	<b>6</b>		
Hmotný investičný majetok		202 690 344	188 209 963
Ostatné finančné aktíva		10 351 859 696	9 678 817 294
Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov		23 493 348	34 986 651
Časové rozlíšenie a náklady budúcich období		1 806 184 794	1 365 938 582
Ostatné		1 272 185 672	69 064 934
		<b>13 656 413 854</b>	<b>11 337 017 424</b>
<b>Aktíva spolu</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

<b>PASÍVA</b>	<b>POZN.</b>	<b>2008 €</b>	<b>2007 €</b>
<b>Bankovky v obehu</b>	<b>7</b>	<b>61 021 794 350</b>	<b>54 130 517 580</b>
<b>Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>8</b>	<b>1 020 000 000</b>	<b>1 050 000 000</b>
<b>Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>9</b>	<b>253 930 530 070</b>	<b>14 571 253 753</b>
<b>Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>10</b>	<b>272 822 807</b>	<b>0</b>
<b>Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>10</b>		
Vklady, zostatky a ostatné záväzky		<b>1 444 797 283</b>	<b>667 076 397</b>
<b>Závazky v rámci Euro systému</b>	<b>11</b>		
Závazky z prevodu devízových rezerv		<b>40 149 615 805</b>	<b>40 041 833 998</b>
<b>Ostatné pasíva</b>	<b>12</b>		
Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov		1 130 580 103	69 589 536
Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období		2 284 795 433	1 848 257 491
Ostatné		1 797 414 878	659 763 920
		<b>5 212 790 414</b>	<b>2 577 610 947</b>
<b>Rezervy</b>	<b>13</b>	<b>4 038 858 227</b>	<b>2 693 816 002</b>
<b>Účty precenenia</b>	<b>14</b>	<b>11 352 601 325</b>	<b>6 169 009 571</b>
<b>Základné imanie a rezervné fondy</b>	<b>15</b>		
Základné imanie		<b>4 137 159 938</b>	<b>4 127 136 230</b>
<b>Zisk za účtovný rok</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>
<b>Pasíva spolu</b>		<b>383 903 223 755</b>	<b>126 028 254 478</b>

## VÝKAZ ZISKOV A STRÁT ZA ROK KONČIACI SA 31. DECEMBRA 2008

	POZN.	2008 €	2007 €
Úrokové výnosy z devízových rezerv		997 075 442	1 354 887 368
Úrokové výnosy z pridelovania eurových bankoviek v rámci Eurosystemu		2 230 477 327	2 004 355 782
Ostatné úrokové výnosy		8 430 894 437	4 380 066 479
<i>Úrokové výnosy</i>		<i>11 658 447 206</i>	<i>7 739 309 629</i>
Úročenie pohľadávok NCB z prevedených devízových rezerv		(1 400 368 012)	(1 356 536 045)
Ostatné úrokové náklady		(7 876 884 520)	(3 962 006 944)
<i>Úrokové náklady</i>		<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(5 318 542 989)</i>
<b>Čisté úrokové výnosy</b>	<b>23</b>	<b>2 381 194 674</b>	<b>2 420 766 640</b>
Realizované zisky/straty z finančných operácií	24	662 342 084	778 547 213
Zníženie hodnoty finančných aktív a pozícií	25	(2 662 102)	(2 534 252 814)
Tvorba a použitie rezerv na kurzové a cenové riziká		(1 339 019 690)	(286 416 109)
<b>Čistý výsledok finančných operácií, zníženia hodnoty a rezerv na krytie rizík</b>		<b>(679 339 708)</b>	<b>(2 042 121 710)</b>
<b>Čisté náklady na poplatky a provízie</b>	<b>26</b>	<b>(149 007)</b>	<b>(621 691)</b>
<b>Výnosy z akcií a podielových účastí</b>	<b>27</b>	<b>882 152</b>	<b>920 730</b>
<b>Ostatné výnosy</b>	<b>28</b>	<b>7 245 593</b>	<b>6 345 668</b>
<b>Celkové čisté výnosy</b>		<b>1 709 833 704</b>	<b>385 289 637</b>
Personálne náklady	29	(174 200 469)	(168 870 244)
Administratívne náklady	30	(183 224 063)	(184 589 229)
Odpisy hmotného investičného majetku		(23 284 586)	(26 478 405)
Služby súvisiace s výrobou bankoviek	31	(6 871 050)	(5 351 759)
<b>Zisk za účtovný rok</b>		<b>1 322 253 536</b>	<b>0</b>

Frankfurt nad Mohanom 24. februára 2009

EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Jean-Claude Trichet  
prezident

# ÚČTOVNÉ PRAVIDLÁ<sup>1</sup>

## PODOBA A PREZENTÁCIA ÚČTOVNEJ ZÁVIERKY

Účtovná závierka ECB je zostavená tak, aby verne odrážala stav hospodárenia ECB a výsledky jej činnosti. Boli zostavené v súlade s nasledujúcimi účtovnými pravidlami,<sup>2</sup> ktoré podľa Rady guvernérov ECB zodpovedajú povahe činnosti centrálnej banky.

## ÚČTOVNÉ ZÁSADY

Platia nasledujúce účtovné zásady: ekonomická realita a transparentnosť, obozretnosť, zohľadnenie udalostí po súvahovom dni, významnosť, metóda časového rozlíšenia, zásada kontinuity vykazujúceho podniku, konzistentnosť a porovnateľnosť.

## VYKAZOVANIE AKTÍV A PASÍV

Aktíva alebo pasíva sa v súvahe vykazujú len vtedy, keď je pravdepodobné, že akýkoľvek budúci ekonomický prospech súvisiaci s daným aktívom alebo pasívom pôjde v prospech alebo na ťarchu ECB, keď bola na ECB prevedená podstatná časť súvisiacich rizík, resp. 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, 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 cenných papierov sa transakcie s finančnými nástrojmi v cudzej mene v deň uzavretia obchodu evidujú na podsúvahových účtoch. V deň vyrovnania sa podsúvahové položky stornujú a transakcie sa vykážu 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 obchodu. Časovo rozlíšený úrok, 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 zaúčtovania. Devízové aktíva a pasíva sa preceňujú za každú menu zvlášť. To platí pre súvahové i podsúvahové nástroje.

Precenenie aktív a pasív v cudzej mene na trhovú hodnotu sa uskutočňuje oddelene od kurzového precenenia.

Zlato sa oceňuje v bežnej trhovej cene na konci roka. Pri preceňovaní zlata sa nerozlišujú cenové a kurzové rozdiely. Zlato sa oceňuje jednorazovo na základe ceny za uncu čistého zlata v eurách, ktorá bola za rok končiaci sa 31. decembra 2008 stanovená podľa kurzu eura voči americkému doláru platného 31. decembra 2008.

## CENNÉ PAPIERE

Všetky obchodovateľné cenné papiere a podobné aktíva sa oceňujú jednotlivo buď strednou trhovou cenou, alebo na základe príslušnej výnosovej krivky platnej v súvahový deň. Za rok končiaci sa 31. decembra 2008 boli použité stredné trhové ceny platné 30. decembra 2008. Neobchodovateľné cenné papiere sa účtujú v obstarávacej cene, zatiaľ čo nelikvidné akcie sa oceňujú na základe obstarávacej ceny po zohľadnení znehodnotenia.

## ÚČTOVANIE VÝNOSOV

Výnosy a náklady sa účtujú v období, v ktorom vznikli. Realizované zisky a straty z predaja devíz, zlata a cenných papierov sa účtujú do

1 Podrobné účtovné pravidlá ECB sú stanovené v rozhodnutí ECB/2006/17, Ú. v. EÚ L 348, 11.12.2006, s. 38, v znení neskorších zmien a doplnení.  
2 Tieto pravidlá sú v súlade s ustanoveniami článku 26 ods. 4 Štatútu ESCB, ktorý vyžaduje harmonizáciu pravidiel účtovania a vykazovania operácií Eurosystemu.



výkazu ziskov a strát. Takto realizované zisky a straty sa počítajú na základe priemernej obstarávacej ceny príslušného aktíva.

Nerealizované zisky sa nevykazujú ako výnosy, ale účtujú sa priamo na účet precenenia.

Nerealizované straty sa účtujú do výkazu ziskov a strát, ak prekročia predchádzajúce zisky z precenenia vedené na príslušnom účte precenenia. Nerealizované straty z určitého cenného papiera alebo meny alebo zlata sa nezapočítavajú voči nerealizovaným ziskom z ostatných cenných papierov alebo mien alebo zlata. V prípade nerealizovanej straty z niektorej položky ku koncu roka sa priemerná obstarávacia cena tejto položky znižuje na úroveň koncoročného výmenného kurzu alebo trhovej ceny.

Prémie alebo diskonty kúpených cenných papierov sa počítajú a vykazujú ako súčasť úrokových výnosov a amortizujú sa počas zostávajúcej doby splatnosti týchto aktív.

### REVERZNÉ OBCHODY

Reverzné obchody sú operácie, pri ktorých ECB nakupuje alebo predáva aktíva formou dohody o spätnom odkúpení alebo uskutočňuje úverové operácie proti kolaterálu.

Pri dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere predávajú za hotovosť po súčasnej dohode 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 prijímané vklady, pričom zároveň vedú k vzniku úrokových nákladov vo výkaze ziskov a strát. Cenné papiere predané v rámci takýchto dohôd sa ďalej vedú v súvahe ECB.

Pri reverznej dohode o spätnom odkúpení sa cenné papiere nakupujú za hotovosť po súčasnej dohode 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. Vedú k vzniku úrokových výnosov vo výkaze ziskov a strát.

Reverzné obchody (vrátane pôžičiek cenných papierov) uzavreté v rámci automatického programu požičiavania cenných papierov sa v súvahe evidujú len vtedy, ak je na účet ECB prevedená hotovostná zábezpeka. V roku 2008 ECB v súvislosti s takýmito transakciami žiadne hotovostné zábezpeky neprijala.

### 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 otvorených úrokových futures sa vykazujú vo výkaze ziskov a strát. Ocenenie forwardových transakcií s cennými papiermi a úrokových swapov je založené na všeobecne akceptovanej metóde oceňovania, pri ktorej sa používajú pozorovateľné trhové ceny a kurzy a diskontné faktory odo dňa vysporiadania do dňa ocenenia.

### UDALOSTI PO SÚVAHOVOM DNI

V údajoch o aktívach a pasívach sú zohľadnené udalosti, ktoré nastanú medzi súvahovým dňom a dňom schválenia účtovnej závierky Radou guvernérov ECB, 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 EUROSISTÉMU

Pod obchodmi v rámci ESCB sa rozumejú cezhraničné obchody medzi dvoma centrálnymi bankami krajín EÚ. Tieto obchody sa spracová-

vajú predovšetkým prostredníctvom systému TARGET2<sup>3</sup> (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase, kapitola 2) a vykazujú sa ako dvojstranné zostatky na účtoch vedených medzi centrálnymi bankami krajín EÚ zapojenými do systému TARGET2. Tieto dvojstranné zostatky sa potom denne postupujú ECB, pričom každá národná centrálna banka má nakoniec len jednu čistú bilaterálnu pozíciu voči ECB. Táto pozícia v účtovníctve ECB predstavuje čistú pohľadávku, resp. záväzok každej národnej centrálnej banky voči zvyšku ESCB.

Zostatky národných centrálnych bánk krajín eurozóny v rámci ESCB v eurách vedené v ECB (s výnimkou základného imania ECB a pozícií vyplývajúcich z devízových rezerv prevedených do ECB) sa označujú ako pohľadávky, resp. záväzky v rámci Eurosystemu a v súvahe ECB sa vykazujú ako jedna čistá aktívna alebo pasívna pozícia.

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 obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Zostatky národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny v rámci ESCB vedené v ECB, ktoré vyplývajú z ich účasti v systéme TARGET2,<sup>4</sup> sa vykazujú v položke „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“.

## ÚČTOVANIE INVESTIČNÉHO MAJETKU

Investičný majetok s výnimkou pozemkov sa oceňuje v obstarávacej cene zníženej o odpisy. Pozemky sa oceňujú v obstarávacej cene. Odpisy sú rovnomerné a odpisovanie sa začína v štvrtoročnom nasledujúcom po nadobudnutí aktíva a je rozložené na dobu jeho predpokladanej ekonomickej životnosti:

Počítače, súvisiaci hardvér a softvér a motorové vozidlá	4 roky
Zariadenie, nábytok a vybavenie budov	10 rokov
Investičný majetok s obstarávacou cenou nižšou ako 10 000 €	odpísaný v roku nadobudnutia

Doba odpisovania kapitalizovaných výdavkov na budovy a renováciu spojených s existujúcimi objektmi ECB bola skrátená tak, aby boli tieto aktíva odpísané v plnej výške predtým, ako sa ECB presťahuje do svojho nového sídla.

## DÔCHODKOVÝ PROGRAM ECB A OSTATNÉ POŽITKY PO SKONČENÍ PRACOVNÉHO POMERU

ECB pre svojich zamestnancov vedie program so stanovenými požitkami, ktorý je financovaný aktívami z dlhodobého fondu zamestnaneckých požitkov.

### SÚVAHA

Záväzok, ktorý sa v súvahe vyказuje v súvislosti s programom so stanovenými požitkami, predstavuje súčasnú hodnotu záväzku zo stanovených požitkov k súvahovému dňu zníženu o reálnu hodnotu aktív programu určených na financovanie tohto záväzku, upravenú o nevykázané poisťno-matematické zisky alebo straty.

Výšku záväzku zo stanovených požitkov každý rok určujú nezávislí poisťní matematici metódou projektovanej jednotky kreditu. Súčasná hodnota záväzku zo stanovených požitkov sa určuje diskontovaním očakávaných budúcich hotovostných tokov pomocou úrokových mier vysokokvalitných podnikových dlhopisov denominovaných v eurách, ktoré majú podobnú dobu splatnosti ako príslušné záväzky z dôchodkového programu.

3 Technicky decentralizovaný systém prvej generácie bol postupne nahradený systémom druhej generácie (TARGET2), ktorý je založený na jednotnej technickej infraštruktúre, tzv. Jednotnej zdieľanej platforme (Single Shared Platform – SSP). Migrácia na systém TARGET2 sa začala v novembri 2007 a bola dokončená v máji 2008.

4 K 31. decembru 2008 boli do systému TARGET2 zapojené nasledujúce národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski a Eesti Pank.

Poistno-matematické zisky a straty môžu vzniknúť v dôsledku empirických úprav (ak sa skutočné výsledky líšia od predchádzajúcich poistno-matematických predpokladov) alebo v dôsledku zmeny poistno-matematických predpokladov.

### VÝKAZ ZISKOV A STRÁT

Čistá suma, ktorá sa účtuje vo výkaze ziskov a strát, obsahuje:

- (a) náklady súčasnej služby v súvislosti s požitkami vznikajúcimi v danom roku,
- (b) úrok zo záväzku zo stanovených požitkov na úrovni diskontnej sadzby,
- (c) očakávané výnosy z aktív programu, a
- (d) všetky prípadné poistno-matematické zisky a straty zaúčtované vo výkaze ziskov a strát pomocou metódy „10 % koridoru“.

### METÓDA „10 % KORIDORU“

Čisté kumulatívne nevykázané poistno-matematické zisky a straty, ktoré prekročia vyššiu z nasledujúcich hodnôt: (a) 10 % súčasnej hodnoty záväzku zo stanovených požitkov, alebo (b) 10 % reálnej hodnoty aktív dôchodkového programu, sa amortizujú v priebehu očakávanej priemernej zostávajúcej doby do odchodu zúčastnených zamestnancov do dôchodku.

### DÔCHODKY ČLENOV VÝKONNEJ RADY A OSTATNÉ ZÁVÄZKY PO SKONČENÍ PRACOVNÉHO POMERU

Dôchodky členov Výkonnej rady ECB a invalidné dávky pre zamestnancov sú zabezpečené pomocou nefinancovaných opatrení. Očakávané náklady na tieto požitky a dávky sa tvoria počas funkčného obdobia členov Výkonnej rady, resp. pracovného pomeru zamestnancov pomocou podobných účtovných postupov ako v prípade dôchodkových programov so stanovenými požitkami. Poistno-matematické zisky a straty sa účtujú spôsobom uvedeným vyššie.

Tieto záväzky každý rok oceňujú nezávislí poistní matematici, ktorí stanovujú výšku príslušného záväzku, ktorý má byť vykázaný v účtovnej závierke.

### BANKOVKY V OBEHU

Eurové bankovky vydáva ECB a národné centrálné banky krajín eurozóny, ktoré spolu tvoria Eurosystem.<sup>5</sup> Celková hodnota eurových bankoviek v obehu sa rozdeľuje medzi centrálnu banku Eurosystemu v posledný pracovný deň každého mesiaca podľa kľúča na pridelovanie bankoviek.<sup>6</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>7</sup> pohľadávky sa vykazujú v podpoložke „Pohľadávky v rámci Eurosystemu: pohľadávky súvisiace s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu“ (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Úrokové výnosy z týchto pohľadávok sú zahrnuté do položky „Čisté úrokové výnosy“. Národné centrálné banky síce nárok na tieto výnosy získavajú v roku, v ktorom vznikajú, ale vyplácajú sa až druhý pracovný deň nasledujúceho roka.<sup>8</sup> Tieto výnosy sa rozdeľujú v plnej výške, ak čistý zisk ECB za daný rok nie je nižší ako jej výnosy z eurových bankoviek v obehu, ak Rada guver-

5 Rozhodnutie ECB/2001/15 zo 6. decembra 2001 o vydaní eurobankoviek, Ú. v. ES L 337, 20.12.2001, s. 52, v znení neskorších zmien a doplnení.

6 „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.

7 Rozhodnutie ECB/2001/16 zo 6. decembra 2001 o rozdeľovaní menových príjmov národných centrálnych bánk zúčastnených členských štátov od finančného roka 2002, Ú. v. ES L 337, 20.12.2001, s. 55, v znení neskorších zmien a doplnení.

8 Rozhodnutie ECB/2005/11 zo 17. novembra 2005 o rozdeľovaní príjmu Európskej centrálnej banky z eurobankoviek v obehu medzi národnými centrálnymi bankami zúčastnených členských štátov, Ú. v. L EÚ 311, 26.11.2005, s. 41.

nérov nerozhodne o vytvorení rezerv na krytie rizík súvisiacich so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata, a o použití týchto výnosov na krytie nákladov ECB spojených s emisiou a spracovaním eurových bankoviek.

### **REKLASIFIKÁCIE**

V roku 2008 došlo z dôvodu zmeny spôsobu vykazovania k reklasifikácii viacerých položiek. Porovnateľné zostatky k 31. decembru 2007 boli náležite upravené. Podrobnejšie informácie o reklasifikácii sú v poznámkach k súvahe.<sup>9</sup>

### **OSTATNÉ**

Vzhľadom na úlohu ECB ako centrálnej banky Výkonná rada ECB zastáva názor, že zverejnenie výkazu peňažných tokov by čitateľom účtovnej závierky neposkytlo žiadne ďalšie relevantné informácie.

V súlade s článkom 27 Štatútu ESCB a na základe odporúčania Rady guvernérov schválila Rada EÚ vymenovanie Pricewaterhouse-Coopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft za externého audítora ECB na dobu piatich rokov do konca účtovného roka 2012.

<sup>9</sup> Reklasifikácia sa uskutočnila v súlade s účtovnými pravidlami ECB stanovenými v rozhodnutí ECB/2006/17, Ú. v. EÚ L 348, 11.12.2006, s. 38, v znení neskorších zmien a doplnení.

# POZNÁMKY K SÚVAHE

## I ZLATO A POHĽADÁVKY V ZLATE

K 31. decembru 2008 ECB držala 17 156 546 uncí čistého zlata (18 091 733 uncí v roku 2007). Dôvodom poklesu stavu zlata bol (a) predaj 963 987 uncí čistého zlata v súlade s Dohodou centrálnych bánk o zlate z 27. septembra 2004, ktorej signatárom je i ECB, a (b) prevod 19 151, resp. 9 649 uncí čistého zlata, ktoré do ECB previedla Central Bank of Cyprus, resp. Central Bank of Malta<sup>10</sup> pri zavedení jednotnej meny na Cypre a Malte, v súlade s článkom 30 ods. 1 Štatútu ESCB. Výsledný pokles hodnoty tejto položky (v eurách) bol viac než kompenzovaný podstatným zvýšením ceny zlata počas roka 2008 (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

## 2 POHĽADÁVKY VOČI NEREZIDENTOM A REZIDENTOM EUROZÓNY V CUDZEJ MENE

### POHĽADÁVKY VOČI MMF

Toto aktívum predstavuje zvláštne práva čerpania (special drawing rights – SDR) v držbe ECB k 31. decembru 2008. 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. Zvláštne práva čerpania sa definujú pomocou koša mien. Ich hodnota sa určuje ako vážený súčet výmenných kurzov štyroch hlavných mien (eura, japonského jenu, anglickej libry a amerického dolára). V účtovníctve sa SDR považujú za cudziu menu (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

### ZOSTATKY V BANKÁCH, INVESTÍCIE DO CENNÝCH PAPIEROV, ZAHRANIČNÉ ÚVERY A OSTATNÉ ZAHRANIČNÉ AKTÍVA

#### POHĽADÁVKY VOČI REZIDENTOM EUROZÓNY V CUDZEJ MENE

Tieto dve položky sa skladajú zo zostatkov v bankách, úverov v cudzej mene a investícií do cenných papierov v amerických dolároch

a japonských jenoch. Amortizácia diskontov, resp. prémie z cenných papierov v cudzej mene bola doteraz zahrnutá v položkách „Časové rozlíšenie a náklady budúcich období“, resp. „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“. ECB sa z dôvodu zmeny spôsobu vykazovania rozhodla preklasifikovať tieto položky pod „Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné úvery a ostatné zahraničné aktíva“. Porovnateľné zostatky k 31. decembru 2007 boli náležite upravené.

Zvýšenie zostatku na bežných účtoch vedených u nerezidentov eurozóny je predovšetkým dôsledkom (a) vyrovnania korunovej časti swapových transakcií s Danmarks Nationalbank nevyrovnaných k 31. decembru 2008 vo výške 3,9 mld. € (poznámka 20 „Devízové swapové a forwardové transakcie“) a (b) zostatkov vo švajčiarskych frankoch v hodnote 1,2 mld. € v súvislosti so swapovou dohodou uzavretou so Swiss National Bank<sup>11</sup> (poznámka 9 „Závazky voči nerezidentom euro-

Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny	2008 €	2007 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch	5 808 582 148	761 073 851	5 047 508 297
Vklady na peňažnom trhu	573 557 686	688 783 688	(115 226 002)
Reverzné dohody o spätnom odkúpení	379 961 453	543 247 188	(163 285 735)
Investície do cenných papierov	34 501 999 345	26 728 314 185	7 773 685 160
Spolu	41 264 100 632	28 721 418 912	12 542 681 720

Pohľadávky voči rezidentom eurozóny	2008 €	2007 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch	619 534	574 945	44 589
Vklady na peňažnom trhu	22 225 263 177	3 867 588 514	18 357 674 663
Spolu	22 225 882 711	3 868 163 459	18 357 719 252

10 Tieto prevody v celkovej hodnote 16,5 mil. € sa uskutočnili s účinnosťou od 1. januára 2008.

11 Zostatky vo švajčiarskych frankoch sú výsledkom opatrení na kontrolu rizika, ktoré ECB uplatnila v rámci svojich tendrov menových swapov vo švajčiarskych frankoch (EUR/CHF), a to vo forme počiatočných zrážok vo výške 5 % v prípade týždenných operácií a 15 % v prípade 84-dňových operácií.

zóny v eurách“). K zvýšeniu celkovej hodnoty týchto položiek prispelo aj zhodnocovanie japonského jenu a amerického dolára voči euru, nerealizované zisky z cenných papierov (poznámka 14 „Účty precenenia“), investície výnosov z predaja zlata (poznámka 1 „Zlato a pohľadávky v zlate“) a výnosy získané predovšetkým z portfólia v amerických dolároch.

Vklady v súvislosti s operáciami centrálnych bánk Euro systému na poskytnutie likvidity v amerických dolároch úverovým inštitúciám v eurozóne sú zahrnuté do vkladov na peňažnom trhu u rezidentov eurozóny.

Okrem toho pri prijatí jednotnej meny na Cypre a Malte s účinnosťou od 1. januára 2008 previedli Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta do ECB americké doláre v celkovej hodnote 93,5 mil. € (v súlade s článkom 30 ods. 1 Štatútu ESCB).

Čistý objem devízových prostriedkov ECB<sup>12</sup> v amerických dolároch a japonských jenoch k 31. decembru 2008:

	(v miliónoch menových jednotiek)
Americký dolár	40 062
Japonský jen	1 084 548

### 3 POHĽADÁVKY VOČI NEREZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

V roku 2007 boli do tejto položky zahrnuté vklady na peňažnom trhu a zostatky na bežných účtoch vedených u nerezidentov eurozóny ako priama protipoložka základného imania a rezervných fondov ECB. ECB sa rozhodla tieto položky preklasifikovať ako vyhradené portfólio, ktoré je teraz zahrnuté pod „Ostatné finančné aktíva“. Porovnateľné zostatky k 31. decembru 2007 boli náležite upravené.

K 31. decembru 2008 túto položku tvorila najmä pohľadávka vo výške 460,0 mil. € voči Magyar Nemzeti Bank v súvislosti s dohodou uzatvorenou s ECB o repo obchodoch. Táto dohoda umožňuje Magyar Nemzeti Bank požičať si prostriedky až do výšky 5 mld. € s cieľom

podporiť svoje domáce operácie na poskytnutie likvidity v eurách.

### 4 OSTATNÉ POHĽADÁVKY VOČI ÚVEROVÝM INŠTITÚCIÁM EUROZÓNY V EURÁCH

V roku 2007 boli do tejto položky zahrnuté vklady na peňažnom trhu a zostatky na bežných účtoch vedených u rezidentov eurozóny ako priama protipoložka základného imania a rezervných fondov ECB. ECB sa rozhodla tieto položky preklasifikovať ako vyhradené portfólio, ktoré je teraz zahrnuté pod „Ostatné finančné aktíva“. Porovnateľné zostatky k 31. decembru 2007 boli náležite upravené.

K 31. decembru 2008 táto pohľadávka pozostávala z bežného účtu vedeného u rezidenta eurozóny.

### 5 POHĽADÁVKY V RÁMCI EURO SYSTÉMU

#### POHĽADÁVKY SÚVISIACE S PRIDEĽOVANÍM EUROVÝCH BANKOVIEK V RÁMCI EURO SYSTÉMU

Táto položka sa skladá z pohľadávok ECB voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny súvisiacich s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Euro systému (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

#### OSTATNÉ POHĽADÁVKY V RÁMCI EURO SYSTÉMU (ČISTÉ)

V roku 2008 túto položku tvorili najmä zostatky národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB v rámci systému TARGET2 (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Euro systému“

12 Aktíva mínus pasíva v príslušnej cudzej mene, ktoré podliehajú devízovému preceneniu. Sú zahrnuté pod položky „Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Časové rozlíšenie a náklady budúcich období“, „Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene“, „Rozdiely z precenenia podsúvahových nástrojov“ (strana pasív) a „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“, pričom sa zohľadňujú aj devízové forwardové a swapové transakcie v rámci podsúvahových položiek. Účinky ziskov z precenenia finančných nástrojov v cudzej mene zahrnuté nie sú.

v poznámkach k účtovným pravidlám). Nárast tejto položky spôsobili predovšetkým priebežné swapové transakcie typu uzavreté s národnými centrálnymi bankami v súvislosti s refinančnými operáciami v amerických dolároch (poznámka 9 „Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách“).

Táto položka zahŕňa aj záväzky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny z predbežných výplat výnosov ECB z bankoviek (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

	2008 €	2007 €
Pohľadávky voči NCB krajín eurozóny v súvislosti so systémom TARGET2	420 833 781 929	145 320 642 526
Závazky voči NCB krajín eurozóny v súvislosti so systémom TARGET2	(185 532 591 178)	(128 079 459 304)
Závazky voči NCB krajín eurozóny z predbežných výplat výnosov ECB z bankoviek	(1 205 675 418)	0
Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)	234 095 515 333	17 241 183 222

## 6 OSTATNÉ AKTÍVA

### HMOTNÝ INVESTIČNÝ MAJETOK

K 31. decembru 2008 tieto aktíva tvoria nasledujúce položky:

	2008 €	2007 €	Zmena €
<b>Náklady</b>			
Pozemky a budovy	159 972 149	156 964 236	3 007 913
Počítačový hardvér a softvér	174 191 055	168 730 634	5 460 421
Zariadenie, nábytok, vybavenie budov a motorové vozidlá	28 862 720	27 105 564	1 757 156
Nedokončené aktíva	83 407 619	59 791 855	23 615 764
Ostatný investičný majetok	3 577 485	1 195 290	2 382 195
<b>Náklady spolu</b>	<b>450 011 028</b>	<b>413 787 579</b>	<b>36 223 449</b>
<b>Akumulované odpisy</b>			
Pozemky a budovy	(59 885 983)	(49 672 589)	(10 213 394)
Počítačový hardvér a softvér	(160 665 542)	(150 195 777)	(10 469 765)
Zariadenie, nábytok, vybavenie budov a motorové vozidlá	(26 618 732)	(25 562 068)	(1 056 664)

	2008 €	2007 €	Zmena €
Ostatný investičný majetok	(150 427)	(147 182)	(3 245)
<b>Akumulované odpisy spolu</b>	<b>(247 320 684)</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(21 743 068)</b>
<b>Čistá účtovná hodnota</b>	<b>202 690 344</b>	<b>188 209 963</b>	<b>14 480 381</b>

Nárast v kategórii „Nedokončené aktíva“ súvisí najmä s počiatočnými prácami na stavbe budúceho sídla ECB. Preradenie aktív z tejto kategórie do príslušných kategórií investičného majetku sa uskutoční po ich uvedení do prevádzky.

### OSTATNÉ FINANČNÉ AKTÍVA

Amortizácia diskontov, resp. prémie z cenných papierov v eurách bola doteraz zahrnutá v položkách „Časové rozlíšenie a náklady budúcich období“, resp. „Časové rozlíšenie a príjmy budúcich období“. ECB sa z dôvodu zmeny spôsobu vykazovania rozhodla tieto položky reklasifikovať do tejto kategórie. Okrem toho sem patria aj vklady na peňažnom trhu a zostatky na bežných účtoch v eurách ako priame protipoložky základného imania a rezervných fondov ECB (poznámka 3 „Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách“ a poznámka 4 „Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách“). Porovnateľné zostatky k 31. decembru 2007 boli náležite upravené.

Túto položku tvoria nasledujúce hlavné zložky:

	2008 €	2007 €	Zmena €
Zostatky na bežných účtoch v eurách	4 936 630	5 153 295	(216 665)
Vklady na peňažnom trhu v eurách	150 000 000	120 000 000	30 000 000
Cenné papiere v eurách	9 675 505 128	8 843 080 586	832 424 542
Reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách	479 293 075	668 392 837	(189 099 762)
Ostatné finančné aktíva	42 124 863	42 190 576	(65 713)
<b>Spolu</b>	<b>10 351 859 696</b>	<b>9 678 817 294</b>	<b>673 042 402</b>

- (a) Zostatky na bežných účtoch, vklady na peňažnom trhu, cenné papiere a reverzné dohody o spätnom odkúpení v eurách predstavujú investície vlastných zdrojov ECB (poznámka 12 „Ostatné pasíva“). K čistému nárastu hodnoty vlastných zdrojov ECB prispela predovšetkým investícia protipoložky rezerv ECB na krytie rizík súvisiacich so zmenou výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata v roku 2007 do portfólia vlastných zdrojov, nerealizované zisky z cenných papierov (poznámka 14 „Účty precenenia“) a výnosy získané z portfólia vlastných zdrojov.
- (b) ECB vlastní 3 211 akcií v Banke pre medzinárodné zúčtovanie (Bank for International Settlements – BIS), ktoré sú vykázané v obstarávacej cene 41,8 mil. €.

### ROZDIELY Z PRECENENIA PODSÚVAHOVÝCH NÁSTROJOV

V roku 2008 túto položku tvorili predovšetkým zisky z precenenia nevyrovnaných úrokových swapov (poznámka 19 „Úrokové swapy“).

### ČASOVÉ ROZLIŠENIE A NÁKLADY BUDÚCICH OBDOBÍ

V roku 2008 táto položka obsahovala vzniknuté úrokové pohľadávky z pohľadávok ECB súvisiacich s pridelovaním eurových bankoviek v rámci Eurosystemu za posledný štvrtý rok (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám) vo výške 500,4 mil. € a úrokové pohľadávky voči národným centrálnym bankám eurozóny zo zostatkov v rámci systému TARGET2 za posledný mesiac roka 2008 vo výške 648,9 mil. €.

Súčasťou tejto položky sú aj časovo rozlíšené úroky z cenných papierov (poznámka 2 „Pohľadávky voči nerezydentom a rezidentom eurozóny v cudzej mene“ a poznámka 6 „Ostatné aktíva“) a ďalšie finančné aktíva.

### OSTATNÉ

Túto položku tvoria predovšetkým časovo rozlíšené predbežné výplaty výnosov ECB z bankoviek (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám a poznámka 5 „Pohľadávky v rámci Eurosystemu“).

Táto položka zahŕňa aj zostatky súvisiace s devízovými swapovými a forwardovými transakciami nevyrovnanými k 31. decembru 2008 (poznámka 20 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Tieto zostatky vyplývajú 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).

Pod túto položku patrí aj pohľadávka voči nemeckému ministerstvu financií z titulu vrátenia dane z pridanej hodnoty a ostatných zaplatených nepriamych daní. Tieto dane sa vracajú v zmysle ustanovení článku 3 Protokolu o výsadách a imunitách Európskych spoločenstiev, ktorý sa vzťahuje na ECB na základe článku 40 Štatútu ESCB.

### 7 BANKOVKY V OBEHU

Táto položka pozostáva z podielu ECB (8 %) na celkovom objeme eurových bankoviek v obehu (časť „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

### 8 ZÁVÄZKY VOČI OSTATNÝM REZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

Túto položku tvoria vklady členov asociácie Euro Banking Association (EBA), ktoré Európskej centrálnej banke slúžia ako zábezpeka za platby EBA zúčtované prostredníctvom systému TARGET2.



## 9 ZÁVÄZKY VOČI NEREZIDENTOM EUROZÓNY V EURÁCH

Túto položku tvorí predovšetkým záväzok voči Federálnemu rezervnému systému vo výške 219,7 mld. € v súvislosti s aukciou termínovaných prostriedkov (Term Auction Facility) v amerických dolároch. Federálny rezervný systém v rámci tohto programu poskytol ECB prostriedky v amerických dolároch v rámci dočasnej vzájomnej menovej dohody (swapovej linky) s cieľom ponúknuť krátkodobé dolárové zdroje zmluvným stranám Eurosystemu. ECB zároveň uzavrela priebežné swapové transakcie s národnými centrálnymi bankami eurozóny, ktoré takto získané zdroje využili na refinančné operácie v amerických dolároch so zmluvnými stranami Eurosystemu vo forme reverzných obchodov a swapov. Priebežné swapové transakcie medzi ECB a národnými centrálnymi bankami viedli k vzniku zostatkov v rámci Eurosystemu medzi ECB a národnými centrálnymi bankami, ktoré sa vykazujú v položke „Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)“.

Táto položka zahŕňa aj záväzok voči Swiss National Bank vo výške 18,4 mld. €. Swiss National Bank poskytla v rámci swapovej dohody prostriedky vo švajčiarskych frankoch s cieľom ponúknuť krátkodobé zdroje vo švajčiarskych frankoch zmluvným stranám Eurosystemu. ECB zároveň uzavrela swapové transakcie s národnými centrálnymi bankami eurozóny, ktoré takto získané zdroje využili na refinančné operácie vo švajčiarskych frankoch so zmluvnými stranami Eurosystemu za eurovú hotovosť vo forme swapových transakcií. Swapové transakcie medzi ECB a národnými centrálnymi bankami viedli k vzniku zostatkov v rámci Eurosystemu, ktoré sa vykazujú v položke „Ostatné pohľadávky v rámci Eurosystemu (čisté)“. Okrem toho do tejto položky patrí aj záväzok voči Swiss National Bank vo výške 15,4 mld. €. Tento záväzok tvoria prostriedky v eurách, ktoré si u ECB uložila Swiss National Bank a ktoré získala z vlastných operácií s ďalšími zmluvnými stranami.

Zostávajúca časť tejto položky predstavuje zostatky národných centrálnych bánk krajín nepatriacich do eurozóny vedené v ECB, ktoré vyplývajú z transakcií spracovaných prostredníctvom systému TARGET2 (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

## 10 ZÁVÄZKY VOČI REZIDENTOM A NEREZIDENTOM EUROZÓNY V CUDZEJ MENE

Túto položku tvoria najmä dohody o spätnom odkúpení uzavreté s rezidentmi a nerezydentmi eurozóny v súvislosti so správou devízových rezerv ECB.

## 11 ZÁVÄZKY V RÁMCI EUROSYSTEMU

Túto položku tvoria záväzky voči národným centrálnym bankám krajín eurozóny, ktoré vznikli z prevodu devízových rezerv do ECB pri vstupe týchto bánk do Eurosystemu. Sú určené aktuálnou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu upravenou tak, aby zohľadňovala nulovú návratnosť zložky zlata (poznámka 23 „Čisté úrokové výnosy“).

Prevod devízových rezerv z Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta po prijatí spoločnej meny na Cypre a na Malte spôsobil nárast týchto záväzkov o 107 781 807 €.

Pohľadávky Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta boli stanovené vo výške 71 950 549 €, resp. 35 831 258 € tak, aby pomer týchto pohľadávok k celkovým pohľadávkam priznaným ostatným národným centrálnym bankám krajín, ktoré prijali euro, zodpovedal pomeru váženého podielu Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta v kľúči na upisovanie základného imania ECB k váženým podielom ostatných zúčastnených národných centrálnych bánk v tomto kľúči. Rozdiel medzi touto pohľadávkou a hodnotou prevedených aktív (poznámka 1 „Zlato a pohľadávky v zlate“ a poznámka 2

	do 31. decem- bra 2007 €	od 1. januára 2008 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 423 341 996	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 821 492 402	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511 833 966	511 833 966
Bank of Greece	1 046 595 329	1 046 595 329
Banco de España	4 349 177 351	4 349 177 351
Banque de France	8 288 138 644	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 217 924 641	7 217 924 641
Central Bank of Cyprus	-	71 950 549
Banque centrale du Luxembourg	90 730 275	90 730 275
Central Bank of Malta	-	35 831 258
De Nederlandsche Bank	2 243 025 226	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 161 289 918	1 161 289 918
Banco de Portugal	987 203 002	987 203 002
Banka Slovenije	183 995 238	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 086 011	717 086 011
<b>Spolu</b>	<b>40 041 833 998</b>	<b>40 149 615 805</b>

1) Jednotlivé čiastky sú zaokrúhlené na najbližšie celé euro. V dôsledku zaokrúhlenia sa súčet jednotlivých položiek nemusí zhodovať s celkovou sumou.

„Pohľadávky voči nerezidentom a rezidentom eurozóny v cudzej mene“) bol začítaný ako súčasť vkladu Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta do rezervných fondov a rezerv ECB k 31. decembru 2007 v zmysle článku 49 ods. 2 Štatútu ESCB (poznámka 13 „Rezervy“ a poznámka 14 „Účty precenenia“).

## 12 OSTATNÉ PASÍVA

### ROZDIELY Z PRECENENIA PODSÚVAHOVÝCH NÁSTROJOV

Túto položku tvoria predovšetkým zmeny ocenenia devízových swapových a forwardových transakcií, ktoré neboli vyrovnané k 31. decembru 2008 (poznámka 20 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Zmeny ocenenia sú dôsledkom prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách kurzom platným v súvahový deň v porovnaní s eurovými hodnotami vyplývajúcimi z prepočtu transakcií priemerou cenou príslušnej cudzej meny (časť „Zlato a aktíva a pasíva v cudzej mene“ v poznámkach

k účtovným pravidlám a poznámka 6 „Ostatné aktíva“).

Súčasťou tejto položky sú aj straty z ocenenia úrokových swapov.

### ČASOVÉ ROZLIŠENIE A PRÍJMY BUDÚCICH OBDOBÍ

Túto položku tvoria najmä úroky splatné národným centrálnym bankám z ich pohľadávok z prevedených devízových rezerv (poznámka 11 „Závazky v rámci Eurosystemu“) vo výške 1,4 mld. €. Zahŕňa aj časové rozlíšenie zo zostatkov splatných národným centrálnym bankám v súvislosti so systémom TARGET2, časové rozlíšenie z finančných nástrojov (poznámka 2 „Pohľadávky voči nerezidentom a rezidentom eurozóny v cudzej mene“ a poznámka 6 „Ostatné aktíva“) a ďalšie položky časového rozlíšenia.

### OSTATNÉ

Túto položku tvoria predovšetkým záporné zostatky súvisiace s devízovými swapovými a forwardovými transakciami, ktoré neboli vyrovnané k 31. decembru 2008 (poznámka 20 „Devízové swapové a forwardové transakcie“). Tieto zostatky vyplývajú z prepočtu týchto transakcií na ich ekvivalent v eurách na základe priemernej ceny príslušnej meny platnej v súvahový deň, v porovnaní s eurovými hodnotami, pri ktorých boli tieto transakcie pôvodne začítované (časť „Podsúvahové nástroje“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

Táto položka obsahuje aj nevyrovnané repo obchody v objeme 337,6 mil. € uskutočnené v súvislosti so správou vlastných zdrojov ECB (poznámka 6 „Ostatné aktíva“) a čistý záväzok ECB z dôchodkového programu opísaného nižšie.

### DÔCHODKOVÝ PROGRAM ECB A OSTATNÉ POŽITKY PO SKONČENÍ PRACOVNÉHO POMERU

V súvislosti so záväzkami ECB z dôchodkového programu (časť „Dôchodkový program

ECB a ostatné požitky po skončení pracovného pomeru“ v poznámkach k účtovným pravidlám) sú v súvahe vykázané tieto sumy:

	2008 v mil. €	2007 v mil. €
Súčasná hodnota záväzkov	317,0	285,8
Reálna hodnota aktív programu	(226,7)	(229,8)
Nevykázané poistno-matematické zisky/(straty)	7,6	35,4
Záväzok vykázaný v súvahe	97,9	91,4

Do súčasnej hodnoty záväzkov sú zahrnuté nefinancované záväzky vo výške 42,3 mil. € (36,8 mil. € v roku 2007) súvisiace s dôchodkami členov Výkonnej rady a s rezervou na invalidné dávky pre zamestnancov.

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené čiastky zaúčtované vo výkaze ziskov a strát v roku 2008 a 2007 v spojitosti s nákladmi súčasnej služby, úrokmi zo záväzkov, očakávanými výnosmi z aktív programu a čistými poistno-matematickými (ziskami)/stratami vykázanými v bežnom roku:

	2008 v mil. €	2007 v mil. €
Náklady súčasnej služby	24,7	26,5
Úroky zo záväzkov	10,7	8,6
Očakávané výnosy z aktív programu	(10,0)	(7,9)
Čisté poistno-matematické (zisky)/straty vykázané v bežnom roku	(1,1)	0
Celková čiastka zahrnutá do „personálnych nákladov“	24,3	27,2

V rámci metódy „10 % koridoru“ (časť „Dôchodkový program ECB a ostatné požitky po skončení pracovného pomeru“ v poznámkach k účtovným pravidlám) sa čisté kumulatívne nevykázané poistno-matematické zisky, ktoré prekročia vyššiu z nasledujúcich hodnôt: (a) 10 % súčasnej hodnoty záväzkov zo stanovených požitkov, alebo (b) 10 % reálnej hodnoty aktív programu, amortizujú v priebehu očakávanej priemernej zostávajúcej doby do odchodu zúčastnených zamestnancov do dôchodku.

Zmeny súčasnej hodnoty záväzku zo stanovených požitkov:

	2008 v mil. €	2007 v mil. €
Počiatočný záväzok zo stanovených požitkov	285,8	258,5
Náklady služby	24,7	26,5
Úrokové náklady	10,7	8,6
Príspevky účastníkov programu	17,9	14,2
Ostatné čisté zmeny v pasívach predstavujúcich príspevky účastníkov programu	(12,3)	2,5
Vyplatené požitky	(3,8)	(2,5)
Poistno-matematické (zisky)/straty	(6,0)	(22,0)
Konečný záväzok zo stanovených požitkov	317,0	285,8

Zmeny reálnej hodnoty aktív programu:

	2008 v mil. €	2007 v mil. €
Počiatočná reálna hodnota aktív programu	229,8	195,3
Očakávané výnosy	10,0	7,9
Poistno-matematické zisky/(straty)	(32,7)	(4,0)
Príspevky zamestnávateľa	17,5	16,2
Príspevky účastníkov programu	17,8	14,1
Vyplatené požitky	(3,4)	(2,2)
Ostatné čisté zmeny v aktívach predstavujúcich príspevky účastníkov programu	(12,3)	2,5
Konečná reálna hodnota aktív programu	226,7	229,8

Pri príprave ocenení, ktoré sa uvádzajú v týchto poznámkach, poistní matematici použili predpoklady prijaté Výkonnou radou na účely účtovania a vykazovania.

Hlavné predpoklady, ktoré boli použité na výpočet záväzkov programu dôchodkového zabezpečenia zamestnancov, sú uvedené v nasledujúcej tabuľke. Poistní matematici používajú očakávané výnosy z aktív programu na výpočet ročného nákladu zaúčtovaného vo výkaze ziskov a strát.

	2008 %	2007 %
Diskontná sadzba	5,75	5,30
Očakávané výnosy z aktív programu	6,50	6,50
Budúci nárast miezd	2,00	2,00
Budúci nárast dôchodkov	2,00	2,00

### 13 REZERVY

Táto položka predstavuje rezervy na krytie rizík spojených so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata a iné rezervy. Táto položka tiež zahŕňa primeranú rezervu na krytie zmluvného záväzku ECB, podľa ktorého musí terajšie priestory po ich uvoľnení a presťahovaní sa do svojho nového sídla vrátiť do pôvodného stavu.

Vzhľadom na vysokú exponovanosť ECB voči rizikám súvisiacim so zmenou kurzov, úrokových mier a ceny zlata i vzhľadom na objem účtov precenenia Rada guvernérov považovala za vhodné vytvoriť k 31. decembru 2005 rezervu na krytie týchto rizík. Rezerva sa bude používať na financovanie budúcich realizovaných a nerealizovaných strát, najmä strát z ocenenia, ktoré nie sú kryté účtami precenenia, v rozsahu, ktorý Rada guvernérov považuje za potrebný. Výška a potrebnosť tejto rezervy sa každoročne posudzuje podľa toho, ako ECB hodnotí svoju exponovanosť voči uvedeným rizikám. ECB pritom posudzuje celý rad faktorov, predovšetkým objem rizikových aktív, mieru naplnených rizík v bežnom účtovnom období, predpoklad na nasledujúci rok a hodnotenie rizík zahŕňajúce výpočet rizikových hodnôt (Values-at-Risk – VaR) rizikových aktív, ktoré sa uplatňuje konzistentne v priebehu času.<sup>13</sup> Táto rezerva, spolu s prostriedkami vedenými na všeobecnom rezervnom fonde, nesmie prekročiť hodnotu základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami eurozóny.

K 31. decembru 2007 výška rezervy na krytie rizík spojených so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata predstavovala 2 668 758 313 €. V súlade s článkom 49.2 Štatútu ESCB k tejto rezerve s účinnosťou od 1. januára 2008 prispeli Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta sumou 4 795 450 €, resp. 2 388 127 €. Na základe výsledkov svojho hodnotenia sa Rada guvernérov rozhodla k 31. decembru 2008 do tejto rezervy previesť ďalšiu sumu vo výške 1 339 019 690 €. <sup>14</sup> V dôsledku toho sa objem

rezervy zvýšil na 4 014 961 580 €, čo predstavuje hodnotu základného imania ECB splateného národnými centrálnymi bankami eurozóny k 31. decembru 2008, a čistý zisk sa znížil na 1 322 253 536 €.

### 14 ÚČTY PRECENENIA

Tieto účty predstavujú zostatky z precenenia vyplývajúce z nerealizovaných ziskov z aktív a pasív. V súlade s článkom 49 ods. 2 Štatútu ESCB k zostatkom na týchto účtoch s účinnosťou od 1. januára 2008 prispeli Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta sumou 11,1 mil. €, resp. 5,5 mil. €.

	2008 €	2007 €	Zmena €
Zlato	6 449 713 267	5 830 485 388	619 227 879
Cudzia mena	3 616 514 710	0	3 616 514 710
Cenné papiere a iné nástroje	1 286 373 348	338 524 183	947 849 165
Spolu	11 352 601 325	6 169 009 571	5 183 591 754

Na koncoročné precenenie boli použité tieto výmenné kurzy:

Výmenné kurzy	2008	2007
USD/EUR	1,3917	1,4721
JPY/EUR	126,14	164,93
EUR/SDR	1,1048	1,0740
CHF/EUR	1,4850	
DKK/EUR	7,4506	
EUR/unca čistého zlata	621,542	568,236

### 15 ZÁKLADNÉ IMANIE A REZERVNÉ FONDY

#### ZÁKLADNÉ IMANIE

Na základe rozhodnutí Rady 2007/503/ES a 2007/504/ES z 10. júla 2007, prijatých v súlade s článkom 122 ods. 2 zmluvy, prijali Cyprus a Malta 1. januára 2008 jednotnú menu. V súlade s článkom 49 ods. 1 Štatútu ESCB a právnymi predpismi prijatými Radou guvernérov

<sup>13</sup> Pozri aj kapitolu 2 Výročnej správy ECB.

<sup>14</sup> Tento prevod bol financovaný zo zisku z predaja zlata vo výške 0,3 mld. € a z príjmu ECB z eurových bankoviek v obehu v objeme 1,0 mld. €.

31. decembra 2007<sup>15</sup> Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta k 1. januáru 2008 splatili 6 691 401 €, resp. 3 332 307 €, čo predstavovalo zvyšnú časť ich upísaného podielu na základnom imaní ECB. V dôsledku toho sa splatené základné imanie ECB zvýšilo zo 4 127 136 230 € k 31. decembru 2007 na 4 137 159 938 € k 1. januáru 2008 ako je uvedené v tabuľke.<sup>16</sup>

Národné centrálné banky členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny musia splatiť 7 % z ich podielu na upísanom základnom imaní ECB ako príspevok na krytie prevádzkových nákladov ECB. Na konci roka 2008 tento príspevok spolu predstavoval 122 198 358 €. Národné centrálné banky krajín nepatriacich do eurozóny nemajú

nárok na podiel na rozdeliteľnom zisku ECB, ani na výnosoch z pridelovania eurových ban-

15 Rozhodnutie ECB/2007/22 z 31. decembra 2007 o splatení základného imania, prevode devizových rezerv a príspevkov Central Bank of Cyprus a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta do rezervných fondov a rezerv Európskej centrálnej bank, Ú. v. EÚ L 28, 1.2.2008, s. 36; Dohoda medzi Európskou centrálnou bankou a Central Bank of Cyprus z 31. decembra 2007, ktorá sa týka pohľadávky pripísanej Európskou centrálnou bankou v prospech Central Bank of Cyprus podľa článku 30 ods. 3 Štatútu Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ C 29, 1.2.2008, s. 4; Dohoda medzi Európskou centrálnou bankou a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta z 31. decembra 2007, ktorá sa týka pohľadávky pripísanej Európskou centrálnou bankou v prospech Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta podľa článku 30 ods. 3 Štatútu Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ C 29, 1.2.2008, s. 6.

16 Jednotlivé čiastky sú zaokrúhlené na najbližšie celé euro. V dôsledku zaokrúhlenia medzisúčty v tabuľkách tejto časti nemusia súhlasiť.

	Kľúč na upisovanie základného imania do 31. 12. 2007 %	Splatené základné imanie k 31. 12. 2007 €	Kľúč na upisovanie základného imania k 1. 1. 2008 %	Splatené základné imanie k 1. 1. 2008 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4708	142 334 200	2,4708	142 334 200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1 182 149 240	20,5211	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51 183 397	0,8885	51 183 397
Bank of Greece	1,8168	104 659 533	1,8168	104 659 533
Banco de España	7,5498	434 917 735	7,5498	434 917 735
Banque de France	14,3875	828 813 864	14,3875	828 813 864
Banca d'Italia	12,5297	721 792 464	12,5297	721 792 464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9 073 028	0,1575	9 073 028
Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3 583 126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224 302 523	3,8937	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116 128 992	2,0159	116 128 992
Banco de Portugal	1,7137	98 720 300	1,7137	98 720 300
Banka Slovenije	0,3194	18 399 524	0,3194	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71 708 601	1,2448	71 708 601
<b>Medzisúčet za NCB krajín eurozóny</b>	<b>69,5092</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4 014 961 580</b>
Българска народна банка (Bulharská národná banka)	0,8833	3 561 869	0,8833	3 561 869
Česká národní banka	1,3880	5 597 050	1,3880	5 597 050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6 104 333	1,5138	6 104 333
Eesti Pank	0,1703	686 727	0,1703	686 727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503 654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1 134 330	0,2813	1 134 330
Lietuvos bankas	0,4178	1 684 760	0,4178	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5 299 051	1,3141	5 299 051
Central Bank of Malta	0,0622	250 819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19 657 420	4,8748	19 657 420
Banca Națională a României	2,5188	10 156 952	2,5188	10 156 952
Národná banka Slovenska	0,6765	2 727 957	0,6765	2 727 957
Sveriges Riksbank	2,3313	9 400 866	2,3313	9 400 866
Bank of England	13,9337	56 187 042	13,9337	56 187 042
<b>Medzisúčet za NCB krajín nepatriacich do eurozóny</b>	<b>30,4908</b>	<b>122 952 830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122 198 358</b>
<b>Spolu</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 127 136 230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4 137 159 938</b>

koviek v rámci Eurosystemu, a zároveň nenesú zodpovednosť za vyrovnanie prípadných strát ECB.

## 16 UDALOSTI PO SÚVAHOVOM DNI

### ZMENY KĽÚČA NA UPISOVANIE ZÁKLADNÉHO IMANIA ECB

Podľa článku 29 Štatútu ESCB sa podiely národných centrálnych bánk na základnom imaní ECB určujú rovným dielom na základe váženého podielu členských štátov na celkovom počte obyvateľov a hrubom domácom produkte EÚ, ktorý Európskej centrálnej banke oznamuje Európska komisia. Tieto vážené podiely sa upravujú každých päť rokov.<sup>17</sup> Druhá takáto zmena od založenia ECB sa uskutočnila 1. januára 2009. Na základe rozhodnutia Rady 2003/517/ES z 15. júla 2003 o štatistických údajoch, ktoré sa majú použiť na úpravu kľúča na upisovanie základného imania Európskej centrálnej banky,<sup>18</sup> boli podiely národných centrálnych bánk v kľúči na upisovanie základného imania 1. januára 2009 upravené nasledovne:

	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2008 %	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. 1. 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Medzisúčet za NCB krajín eurozóny</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>

	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2008 %	Kľúč na upisovanie základného imania od 1. 1. 2009 %
Българска народна банка (Bulharská národná banka)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Medzisúčet za NCB krajín nepatria- cich do eurozóny</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Spolu</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### VSTUP SLOVENSKA DO EUROZÓNY

Na základe rozhodnutia Rady 2008/608/ES z 8. júla 2008, prijatého v súlade s článkom 122 ods. 2 zmluvy, Slovensko 1. januára 2009 prijalo jednotnú menu. V súlade s článkom 49 ods. 1 Štatútu ESCB a právnymi predpismi prijatými Radou guvernérov dňa 31. decembra 2008<sup>19</sup> splatila Národná banka Slovenska k 1. januáru 2009 37 216 407 €, čo predstavuje zvyšnú časť jej podielu na základnom imaní ECB. V súlade s článkom 30 ods. 1 Štatútu ESCB Národná banka Slovenska k 1. januáru 2009 do ECB previedla devízové rezervy v celkovej výške zodpovedajúcej 443 086 156 €. Celková prevedená suma bola určená vynásobením hodnoty devízových aktív už prevedených do ECB (hodnota vyjadrená v eurách prepoči-

17 Vážené podiely sa okrem toho upravujú vždy pri vstupe nového členského štátu do EÚ.

18 Ú. v. ES L 181, 19.7.2003, s. 43.

19 Rozhodnutie ECB/2008/33 z 31. decembra 2008 o splatení základného imania, prevode devízových rezerv a príspevku Národnej banky Slovenska do rezervných fondov a rezerv Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ L 21, 24.1.2009, s. 83; Dohoda z 31.12.2008 medzi Národnou bankou Slovenska a Európskou centrálnou bankou, ktorá sa týka pohľadávky pripísanej Európskou centrálnou bankou v prospech Národnej banky Slovenska podľa článku 30 ods. 3 Štatútu Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky, Ú. v. EÚ C 18, 24.1.2009, s. 3.

taná výmenným kurzom platným 31. decembra 2008) a pomeru medzi upísaným podielom Národnej banky Slovenska a podielmi, ktoré už splatili ostatné národné centrálné banky, na ktoré sa nevzťahuje výnimka. Tieto devízové rezervy tvorili americké doláre v cenných papieroch a v hotovosti a zlato, a to v pomere 85 : 15.

Národná banka Slovenska následne zo splateného základného imania a devízových rezerv získala pohľadávku v hodnote prevedenej sumy. Pohľadávka z devízových rezerv sa vykazuje rovnakým spôsobom ako existujúce pohľadávky ostatných zúčastnených národných centrálnych bánk (poznámka 11 „Závazky v rámci Eurosystému“).

#### VPLYV NA VÝŠKU ZÁKLADNÉHO IMANIA ECB

Úprava podielov národných centrálnych bánk v kľúči na upisovanie základného imania v spojitosti so vstupom Slovenska do eurozóny viedlo k nárastu splateného základného imania ECB o 5 100 251 €.

#### VPLYV NA POHĽADÁVKY NÁRODNÝCH CENTRÁLNYCH BÁNK ZODPOVEDAJÚCE DEVÍZOVÝM REZERVÁM PREVEDENÝM DO ECB

Čistý vplyv zmeny vážených podielov národných centrálnych bánk v kľúči na upisovanie základného imania ECB a prevodu devízových rezerv Národnou bankou Slovenska na pohľadávky národných centrálnych bánk zodpovedajúce devízovým rezervám prevedeným do ECB predstavoval nárast o 54 841 411 €.

#### PODSÚVAHOVÉ NÁSTROJE

##### 17 AUTOMATICKÝ PROGRAM POŽIČIAVANIA CENNÝCH PAPIEROV

V rámci správy vlastných zdrojov ECB uzavrela dohodu o automatickom programe požičiavania cenných papierov, podľa ktorej poverený zástupca v mene ECB uskutočňuje pôžičky cenných papierov s viacerými zmluvnými stranami, ktoré ECB určí za akceptovateľné.

K 31. decembru 2008 dosahovali nevyrovnané reverzné obchody uzavreté v rámci tejto dohody 1,2 mld. € (3,0 mld. € v roku 2007) (pozri časť „Reverzné obchody“ v poznámkach k účtovným pravidlám).

#### 18 ÚROKOVÉ FUTURES

V roku 2008 boli v rámci správy devízových rezerv a vlastných zdrojov ECB použité úrokové futures. Stav týchto transakcií k 31. decembru 2008:

Úrokové futures v cudzej mene	Hodnota transakcií €
Nákup	2 041 082 857
Predaj	1 209 470 518

Úrokové futures v eurách	Hodnota transakcií €
Nákup	50 000 000
Predaj	33 000 000

#### 19 ÚROKOVÉ SWAPY

K 31. decembru 2008 predstavovala celková hodnota nevyrovnaných úrokových swapov 459,3 mil. €. Tieto transakcie sa uskutočnili v rámci správy devízových rezerv ECB.

#### 20 DEVÍZOVÉ SWAPOVÉ A FORWARDOVÉ TRANSAKČIE

##### SPRÁVA DEVÍZOVÝCH REZERV

V rámci správy devízových rezerv ECB boli k 31. decembru 2008 nevyrovnané pohľadávky z devízových swapových a forwardových transakcií vo výške 358,1 mil. € a záväzky vo výške 404,3 mil. €.

##### OPERÁCIE NA DODANIE LIKVIDITY

K 31. decembru 2008 boli nevyrovnané forwardové záväzky voči Danmarks Nationalbank vo výške 3,9 mld. €. Tieto záväzky vznikli v spojitosti s recipročnou menovou dohodou (swapovou linkou) uzavretou s ECB. V rámci tejto

dohody ECB poskytuje finančné prostriedky v eurách Danmarks Nationalbank výmenou za dánske koruny po dobu trvania transakcie. Tieto prostriedky slúžia na podporu opatrení zameraných na zvýšenie eurovej likvidity na trhoch s krátkodobými nástrojmi.

Okrem toho boli k 31. decembru 2008 nevyrovnané forwardové pohľadávky voči národným centrálnym bankám a záväzky voči Federálnemu rezervnému systému súvisiace s poskytovaním likvidity v amerických dolároch zmluvným stranám Eurosystemu (poznámka 9 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“).

K 31. decembru 2008 boli nevyrovnané aj forwardové pohľadávky voči národným centrálnym bankám a záväzky voči Swiss National Bank súvisiace s poskytovaním likvidity vo švajčiarskych frankoch zmluvným stranám Eurosystemu (poznámka 9 „Záväzky voči nerezidentom eurozóny v eurách“).

## 21 SPRÁVA ÚVEROVÝCH OPERÁCIÍ

V súlade s článkom 123 ods. 2 zmluvy a článkom 9 nariadenia Rady (ES) č. 332/2002 z 18. februára 2002 ECB zodpovedá za správu prijímaných a poskytovaných úverov Európskeho spoločenstva v rámci mechanizmu strednodobej finančnej pomoci. V rámci tohto mechanizmu bol k 31. decembru 2008 nevyrovnaný úver Európskeho spoločenstva poskytnutý Maďarsku vo výške 2,0 mld. €.

## 22 PREBIEHAJÚCE SÚDNE KONANIA

Spoločnosť Document Security Systems Inc. (DSSI) na ECB podala žalobu na Súde prvého stupňa Európskych spoločenstiev (Court of First Instance of the European Communities – CFI) o náhradu škody za údajné porušenie patentu DSSI<sup>20</sup> pri výrobe eurových bankoviek. CFI žalobu DSSI o náhradu škody zo strany ECB zamietol.<sup>21</sup> ECB v súčasnosti podniká kroky na odvolanie predmetného patentu vo viacerých národných jurisdikciách. ECB je okrem

toho pevne presvedčená, že patent žiadnym spôsobom neporušila, a preto sa bude brániť akejkoľvek žalobe, ktorú by spoločnosť DSSI mohla vzniesť na niektorom príslušnom národnom súde.

V dôsledku zamietnutia žaloby DSSI o náhradu škody proti ECB zo strany CFI, ako aj úspešných krokov, ktoré ECB doteraz podnikla v niektorých národných jurisdikciách s cieľom dosiahnuť odvolanie národných častí patentu DSSI, je ECB naďalej presvedčená, že možnosť plnenia voči DSSI je nepravdepodobná. ECB aktívne monitoruje vývoj pokračujúceho súdneho sporu.

<sup>20</sup> Európsky patent DSSI č. 0455 750 B1.

<sup>21</sup> Rozsudok Súdu prvého stupňa z 5. septembra 2007, vec T-295/05. K dispozícii na [www.curia.eu](http://www.curia.eu).



## POZNÁMKY K VÝKAZU ZISKOV A STRÁT

### 23 ČISTÉ ÚROKOVÉ VÝNOSY

#### ÚROKOVÉ VÝNOSY Z DEVÍZOVÝCH REZERV

Táto položka zahŕňa úrokové výnosy z aktív a pasív v cudzej mene po odpočítaní úrokových nákladov:

	2008 €	2007 €	Zmena €
Úrokové výnosy z bežných účtov	11 202 181	24 052 321	(12 850 140)
Úrokové výnosy z vkladov na peňažnom trhu	218 184 237	196 784 561	21 399 676
Úrokové výnosy z reverzných dohôd o spätnom odkúpení	42 404 485	138 079 630	(95 675 145)
Úrokové výnosy z cenných papierov	885 725 044	1 036 836 752	(151 111 708)
Čisté úrokové výnosy z úrokových swapov	2 299 631	0	2 299 631
Čisté úrokové výnosy z forwardových a swapových transakcií v cudzej mene	0	19 766 033	(19 766 033)
<b>Úrokové výnosy z devízových rezerv spolu</b>	<b>1 159 815 578</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>(255 703 719)</b>
Úrokové náklady na bežné účty	(45 896)	(154 041)	108 145
Úrokové náklady na prijaté vklady	(1 574 337)	0	(1 574 337)
Čisté úrokové náklady na dohody o spätnom odkúpení	(29 492 415)	(60 476 997)	30 984 582
Čisté úrokové náklady na úrokové swapy	0	(891)	891
Čisté úrokové náklady na forwardové a swapové transakcie v cudzej mene	(131 627 488)	0	(131 627 488)
<b>Úrokové výnosy z devízových rezerv (čisté)</b>	<b>997 075 442</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>(357 811 926)</b>

#### ÚROKOVÉ VÝNOSY Z PRIDEĽOVANIA EUROVÝCH BANKOVIEK V RÁMCI EUROSISTÉMU

Túto položku tvoria úrokové výnosy z podielu ECB na celkovej emisii eurových bankoviek. Pohľadávky ECB súvisiace s jej podielom na bankovkách sú úročené aktuál-

nou hraničnou úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu. Zvýšenie výnosov v roku 2008 je predovšetkým odrazom všeobecného nárastu objemu eurových bankoviek v obehu.

Tieto výnosy sa rozdeľujú medzi národné centrálné banky (ako je opísané v časti „Bankovky v obehu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Na základe odhadovaného hospodárskeho výsledku ECB za rok 2008 a na základe rozhodnutia o prevode časti príjmu ECB z eurových bankoviek v obehu do rezervy na krytie rizík súvisiacich so zmenami výmenných kurzov, úrokových mier a ceny zlata (poznámka 13 „Rezervy“) Rada guvernérov rozhodla o rozdelení zostávajúcich 1,2 mld. € z tohto príjmu medzi národné centrálné banky krajín eurozóny na základe ich príslušných podielov na základnom imaní ECB.

#### ÚROČENIE POHLADÁVOK NÁRODNÝCH CENTRÁLNYCH BÁNK Z PREVEDENÝCH DEVÍZOVÝCH REZERV

Túto položku tvorí úročenie pohľadávok národných centrálnych bánk krajín eurozóny voči ECB z devízových rezerv prevedených podľa článku 30 ods. 1 Štatútu ESCB.

#### OSTATNÉ ÚROKOVÉ VÝNOSY A OSTATNÉ ÚROKOVÉ NÁKLADY

Tieto položky obsahujú úrokové výnosy vo výške 8,0 mld. € (3,9 mld. € v roku 2007) a náklady vo výške 7,6 mld. € (3,8 mld. € v roku 2007) zo zostatkov v systéme TARGET2 (časť „Zostatky v rámci ESCB/zostatky v rámci Eurosystemu“ v poznámkach k účtovným pravidlám). Patria sem aj úrokové výnosy a náklady spojené s ostatnými aktívami a pasívami v eurách.

### 24 REALIZOVANÉ ZISKY/(STRATY) Z FINANČNÝCH OPERÁCIÍ

Čisté realizované zisky/(straty) z finančných operácií v roku 2008:

	2008 €	2007 €	Zmena €
Čisté realizované zisky/ (straty) z cenných papierov a úrokových futures vyplývajúce zo zmien cien	349 179 481	69 252 941	279 926 540
Čisté realizované zisky zo zmien výmenných kurzov alebo ceny zlata	313 162 603	709 294 272	(396 131 669)
Realizované zisky z finančných operácií	662 342 084	778 547 213	(116 205 129)

Celkové zníženie čistých realizovaných ziskov zo zmien výmenných kurzov a ceny zlata v roku 2008 bolo spôsobené predovšetkým nižším objemom zlata predaného v danom roku (poznámka 1 „Zlato a pohľadávky v zlate“).

## 25 ZNÍŽENIE HODNOTY FINANČNÝCH AKTÍV A POZÍCIÍ

	2008 €	2007 €	Zmena €
Nerealizované straty z cenných papierov vyplývajúce zo zmien cien	(2 164 000)	(15 864 181)	13 700 181
Nerealizované straty z úrokových swapov vyplývajúce zo zmien cien	(476 831)	(18 899)	(457 932)
Nerealizované kurzové straty	(21 271)	(2 518 369 734)	2 518 348 463
Celkové zníženie hodnoty	(2 662 102)	(2 534 252 814)	2 531 590 712

V roku 2008 bol tento náklad spôsobený predovšetkým znížením hodnoty obstarávacej ceny jednotlivých cenných papierov vykázaných v súvahe na ich trhovú hodnotu k 30. decembru 2008.

## 26 ČISTÉ NÁKLADY NA POPLATKY A PROVÍZIE

	2008 €	2007 €	Zmena €
Výnosy z poplatkov a provízií	588 052	263 440	324 612
Náklady na poplatky a provízie	(737 059)	(885 131)	148 072
Čisté náklady na poplatky a provízie	(149 007)	(621 691)	472 684

Výnosy v rámci tejto položky zahŕňajú sankcie uložené úverovým inštitúciám za nedodržanie

povinných minimálnych rezerv. Náklady súvisia s poplatkami za bežné účty a poplatkami spojenými s realizáciou úrokových futures v cudzej mene (poznámka 18 „Úrokové futures“).

## 27 VÝNOSY Z AKCIÍ A PODIELOVÝCH ÚČASTÍ

V tejto položke sú uvedené dividendy z akcií Banky pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) (poznámka 6 „Ostatné aktíva“).

## 28 OSTATNÉ VÝNOSY

Rôzne ostatné výnosy v priebehu roka pochádzajú najmä z príspevkov ostatných centrálnych bánk na náklady servisnej zmluvy, ktorú ECB uzavrela centrálné s externým poskytovateľom počítačovej siete, a z prevodu nepoužitých administratívnych rezerv do výkazu ziskov a strát.

## 29 PERSONÁLNE NÁKLADY

Táto položka zahŕňa platy, príspevky, náklady na poistenie zamestnancov a rôzne ďalšie náklady vo výške 149,9 mil. € (141,7 mil. € v roku 2007). Personálne náklady vo výške 1,1 mil. € (1,1 mil. € v roku 2007), ktoré vznikli v súvislosti s výstavbou nového sídla ECB, boli kapitalizované a do tejto položky nie sú zahrnuté. Systém plátov a príspevkov vrátane funkčných požitkov vrcholového manažmentu v podstate vychádza zo systému odmeňovania Európskych spoločností a je s ním porovnateľný.

Členovia Výkonnej rady dostávajú základný plat a ďalšie príspevky na bývanie a reprezentáciu. Prezident ECB má namiesto prídavku na bývanie k dispozícii oficiálne sídlo, ktorého vlastníkom je ECB. Podľa podmienok zamestnávania zamestnancov Európskej centrálnej banky majú členovia Výkonnej rady v závislosti od svojho stavu nárok na príspevok na domácnosť, dieťa a vzdelanie dieťaťa. Základný plat podlieha zdaneniu v prospech Európskych spoločností, ako aj zrážkam odvodom na dôchodkové, zdravotné

a úrazové poistenie. Príspevky sú nezdaniteľné a nezapočítavajú sa do nároku na dôchodok.

Členom Výkonnej rady bol v rokoch 2007 a 2008 vyplatený základný plat v nasledujúcej výške:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (prezident)	351 816	345 252
Lucas D. Papademos (viceprezident)	301 548	295 920
Gertrude Tumpel-Gugerellová (členka Riadiacej rady)	251 280	246 588
José Manuel González-Páramo (člen Riadiacej rady)	251 280	246 588
Lorenzo Bini Smaghi (člen Riadiacej rady)	251 280	246 588
Jürgen Stark (člen Riadiacej rady)	251 280	246 588
Spolu	1 658 484	1 627 524

Celkový objem príspevkov vyplatených členom Výkonnej rady a ich príjmov z odvodov ECB na zdravotné a úrazové poistenie dosiahol 600 523 € (579 842 € v roku 2007), takže ich funkčné požitky predstavovali spolu 2 259 007 € (2 207 366 € v roku 2007).

Bývalým členom Výkonnej rady sa po určitú dobu po ich odchode z funkcie vyplácajú prechodné platby. V roku 2007 tieto platby a odvody ECB na zdravotné a úrazové poistenie bývalých členov rady predstavovali 30 748 € (v roku 2007 to bolo 52 020 €). Dôchodky a súvisiace príspevky vyplácané bývalým členom Výkonnej rady alebo ich závislým osobám a odvody na zdravotné a úrazové poistenie dosiahli 306 798 € (249 902 € v roku 2007).

Súčasťou tejto položky je aj čiastka 24,3 mil. € (27,2 mil. € v roku 2007) vykázaná v spojitosti s dôchodkovým programom ECB a ostatnými požitkami po skončení pracovného pomeru (poznámka 12 „Ostatné pasíva“).

Celkový počet zamestnancov ECB vyjadrený ako ekvivalent počtu zamestnancov na plný úväzok na konci roka 2008 dosiahol 1 536 osôb<sup>22</sup> (z toho 144 v riadiacich funkciách). Zmeny počtu zamestnancov počas roka 2008 sú v nasledujúcej tabuľke:<sup>23</sup>

	2008	2007
Stav k 1. januáru	1 478	1 416
Noví zamestnanci	307	310
Ukončenie pracovného pomeru	238	235
Čistý pokles v dôsledku zmien čiastočných úväzkov	11	13
Stav k 31. decembru	1 536	1 478
Priemerný počet zamestnancov	1 499	1 448

### 30 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, a tiež náklady spojené s nábormom, sťahovaním, uvedením do funkcie a školením zamestnancov a ich presťahovaním po skončení pracovného pomeru.

### 31 SLUŽBY SÚVISIACE S VÝROBOU BANKOVIEK

Tieto náklady sú spojené s cezhraničnou prepravou eurových bankoviek medzi národnými centrálnymi bankami na vyrovnanie neočakávaných výkyvov dopytu po bankovkách. Tieto náklady nesie centrálna ECB.

<sup>22</sup> Bez zamestnancov, ktorí sú na neplatennej dovolenke. Do uvedeného počtu zamestnancov sú zahrnutí zamestnanci s pracovnou zmluvou na dobu neurčitú, určitú, s krátkodobou zmluvou, účastníci absolventského programu ECB a tiež zamestnanci na materskej dovolenke a dlhodobo práceneschopní.

<sup>23</sup> V roku 2007 boli do počtu zamestnancov v tejto tabuľke zahrnutí aj zamestnanci na neplatennej/rodičovskej dovolenke, zatiaľ čo zamestnanci s krátkodobými pracovnými zmluvami ako aj zamestnanci centrálnych bánk ESCB dočasne vyslaní do ECB a účastníci absolventského programu ECB zahrnutí neboli. Spôsob prezentácie údajov za rok 2008 bol upravený tak, aby bol pre používateľov účtovnej závierky praktickejší. Údaje za rok 2007 boli zodpovedajúcim spôsobom upravené.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts 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. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jean Rohrbach  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

**Na tejto strane ECB poskytuje neoficiálny preklad správy externého audítora ECB.  
V prípade rozdielov medzi jazykovými verziami platí anglická verzia s podpisom PWC.**

Prezident a Rada guvernérov  
Európskej centrálnej banky  
Frankfurt nad Mohanom

25. februára 2009

## **Správa nezávislého audítora**

Vykonalí sme audit priloženej ročnej účtovnej závierky Európskej centrálnej banky, ktorú tvorí súvaha k 31. decembru 2008, výkaz ziskov a strát za rok končiaci sa k tomuto dátumu, prehľad hlavných účtovných pravidiel a ďalšie poznámky.

### *Zodpovednosť Výkonnej rady Európskej centrálnej banky za ročnú účtovnú závierku*

Výkonná rada zodpovedá za prípravu a vernú prezentáciu účtovnej závierky v súlade so zásadami, ktoré stanovila Rada guvernérov v rozhodnutí ECB/2006/17 o ročnej účtovnej závierke Európskej centrálnej banky v znení neskorších zmien a doplnení. Medzi úlohy Výkonnej rady v tejto súvislosti patrí: návrh, zavedenie a udržiavanie systému vnútornej kontroly týkajúceho sa prípravy a prezentácie účtovnej závierky, ktorá neobsahuje žiadne úmyselné ani neúmyselné významné nesprávnosti; výber a uplatňovanie vhodných účtovných pravidiel; a stanovovanie účtovných odhadov, ktoré sú primerané daným okolnostiam.

### *Zodpovednosť audítora*

Našou zodpovednosťou je na základe výsledkov auditu vyjadriť svoj názor na túto ročnú účtovnú závierku. Audit sme vykonalí v súlade s medzinárodnými auditorskými štandardmi. Tieto štandardy vyžadujú, aby sme dodržiavali etické požiadavky a aby sme audit naplánovali a vykonalí tak, aby sme získali primerané uistenie, že účtovná závierka neobsahuje významné nesprávnosti.

V rámci auditu sa vykonávajú postupy, ktorých cieľom je získať dôkazy dokladujúce sumy a iné údaje uvedené v ročnej účtovnej závierke. Výber príslušných postupov zvažuje audítor, a to vrátane posúdenia rizík, či sa v účtovnej závierke nachádzajú významné nesprávnosti, či už úmyselné alebo neúmyselné. Pri posudzovaní rizík audítor zohľadňuje príslušný systém vnútornej kontroly týkajúci sa prípravy a prezentácie účtovnej závierky daného subjektu s cieľom určiť postupy auditu tak, aby boli primerané okolnostiam. Účelom tohto postupu však nie je posúdenie účinnosti systému vnútornej kontroly daného subjektu. Audit ďalej zahŕňa zhodnotenie vhodnosti použitých účtovných zásad a primeranosti účtovných odhadov vedenia subjektu, ako aj zhodnotenie prezentácie účtovnej závierky ako celku.

Sme presvedčení, že dôkazy získané v rámci vykonaného auditu sú dostatočným a primeraným východiskom na vyjadrenie nášho názoru.

### *Názor*

Podľa nášho názoru účtovná závierka pravdivo a verne vyjadruje finančnú situáciu Európskej centrálnej banky k 31. decembru 2008 a výsledok jej hospodárenia za rok končiaci sa k uvedenému dátumu v súlade so zásadami, ktoré stanovila Rada guvernérov v rozhodnutí ECB/2006/17 o ročnej účtovnej závierke Európskej centrálnej banky v znení neskorších zmien a doplnení.

Frankfurt nad Mohanom 25. februára 2009

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönnberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer



## POZNÁMKA K ROZDELENIU ZISKU/STRATY

Táto poznámka nie je súčasťou účtovnej závierky ECB za rok 2008.

Národné centrálné banky krajín mimo eurozóny nemajú žiadny nárok na podiel na zisku ECB.

### VÝNOSY Z PODIELU ECB NA CELKOVOM OBJEME EUROVÝCH BANKOVIEK V OBEHU

V roku 2007 ECB na základe rozhodnutia Rady guvernérov nerozdělila výnosy vo výške 2 004 mil. € z podielu ECB na celkovom objeme bankoviek v obehu, aby celkový rozdelený zisk nebol vyšší ako jej čistý zisk za bežný rok. Za rok 2008 bola národným centrálnym bankám 5. januára 2009 rozdelená suma vo výške 1 206 mil. € (časť výnosov z podielu ECB na celkovom objeme eurových bankoviek v obehu), v pomere k ich splateným podielom na upísanom základnom imaní ECB.

	2008 €	2007 €
Zisk za bežný rok	1 322 253 536	0
Výnosy ECB z emisie bankoviek rozdelené národným centrálnym bankám	(1 205 675 418)	0
Zisk za bežný rok po rozdelení výnosov ECB z emisie bankoviek	116 578 118	0
Rozdelenie zisku národným centrálnym bankám	(116 578 118)	0
Spolu	0	0

### ROZDELENIE ZISKU/KRYTIE STRATY

V zmysle článku 33 Štatútu ESCB sa čistý zisk ECB rozdeľuje v tomto poradí:

- suma, ktorú určí Rada guvernérov a ktorá nesmie prekročiť 20 % čistého zisku, sa prevedie do všeobecného rezervného fondu až do výšky 100 % základného imania,
- zostávajúci čistý zisk sa rozdelí medzi akcionárov ECB v pomere k ich splateným podielom.

Ak ECB zaznamená stratu, môže ju uhradiť zo svojho všeobecného rezervného fondu a v prípade potreby, na základe rozhodnutia Rady guvernérov, z menového príjmu za príslušné účtovné obdobie v pomere a do výšky súm rozdelených národným centrálnym bankám podľa článku 32 ods. 5 Štatútu ESCB.<sup>1</sup>

Rada guvernérov 5. marca 2009 rozhodla, že neuskutoční žiadny prevod do všeobecného rezervného fondu a že zostávajúci zisk vo výške 117 mil. € rozdelí národným centrálnym bankám v pomere k ich splateným podielom na základnom imaní ECB.

<sup>1</sup> Podľa článku 32 ods. 5 Štatútu ESCB sa celkový menový príjem národných centrálnych bánk rozdeľuje medzi jednotlivé národné centrálné banky v pomere k ich splateným podielom na základnom imaní ECB.



# 5 KONSOLIDOVANÁ SÚVAHA EUROSISTÉMU K 31. DECEMBRU 2008

(V MIL. EUR)

AKTÍVA	31. DECEMBER 2008 <sup>1</sup>	31. DECEMBER 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Zlato a pohľadávky v zlate</b>	<b>217 722</b>	<b>201 584</b>
<b>2 Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>160 372</b>	<b>139 030</b>
2.1 Pohľadávky voči MMF	13 192	9 057
2.2 Zostatky v bankách, investície do cenných papierov, zahraničné pôžičky a ostatné zahraničné aktíva	147 180	129 973
<b>3 Pohľadávky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>234 293</b>	<b>41 975</b>
<b>4 Pohľadávky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>18 651</b>	<b>18 822</b>
4.1 Zostatky v bankách, investície do cenných papierov a pôžičky	18 651	18 822
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>860 312</b>	<b>637 178</b>
5.1 Hlavné refinančné operácie	239 527	368 607
5.2 Dlhodobejšie refinančné operácie	616 662	268 477
5.3 Reverzné dolad'ovacie operácie	0	0
5.4 Štrukturálne reverzné operácie	0	0
5.5 Jednodňové refinančné operácie	4 057	91
5.6 Úvery súvisiace s rozdielmi v maržiach	66	2
<b>6 Ostatné pohľadávky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>56 988</b>	<b>23 798</b>
<b>7 Cenné papiere rezidentov eurozóny v eurách</b>	<b>271 196</b>	<b>143 983</b>
<b>8 Dlh verejného sektora v eurách</b>	<b>37 438</b>	<b>37 062</b>
<b>9 Ostatné aktíva</b>	<b>218 134</b>	<b>264 454</b>
<b>Aktíva spolu</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>

V dôsledku zaokrúhľovania súčty a medzisúčty nemusia súhlasiť.

- Konsolidované údaje k 31. 12. 2008 zahŕňajú aj Central Bank of Cyprus a Central Bank of Malta, ktoré sú členmi Eurosystemu od 1. 1. 2008.
- Komparatívne údaje k 31. 12. 2007 boli prepočítané v súvislosti s reklasifikáciou, ktorá sa uskutočnila 31. 12. 2008.

## PASÍVA

31. DECEMBER  
200831. DECEMBER  
2007

<b>1 Bankovky v obehu</b>	<b>762 921</b>	<b>676 678</b>
<b>2 Závazky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách z operácií menovej politiky</b>	<b>492 310</b>	<b>379 183</b>
2.1 Bežné účty (pre systém povinných minimálnych rezerv)	291 710	267 337
2.2 Jednodňové sterilizačné operácie	200 487	8 831
2.3 Termínované vklady	0	101 580
2.4 Reverzné dolad'ovacie operácie	0	0
2.5 Vklady súvisiace s rozdielmi v maržiach	113	1 435
<b>3 Ostatné záväzky voči úverovým inštitúciám eurozóny v eurách</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Vydané dlhové certifikáty</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Závazky voči ostatným rezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>91 077</b>	<b>46 183</b>
5.1 Sektor verejnej správy	83 282	38 115
5.2 Ostatné pasíva	7 794	8 069
<b>6 Závazky voči nerezidentom eurozóny v eurách</b>	<b>293 592</b>	<b>45 094</b>
<b>7 Závazky voči rezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>5 723</b>	<b>2 490</b>
<b>8 Závazky voči nerezidentom eurozóny v cudzej mene</b>	<b>10 258</b>	<b>15 553</b>
8.1 Vklady, zostatky a ostatné záväzky	10 258	15 553
8.2 Závazky z úverových operácií v mechanizme ERM II	0	0
<b>9 Protipoložky k zvláštnym právam čerpania alokovaným MMF</b>	<b>5 465</b>	<b>5 279</b>
<b>10 Ostatné pasíva</b>	<b>166 500</b>	<b>123 076</b>
<b>11 Účty precenenia</b>	<b>175 735</b>	<b>147 123</b>
<b>12 Základné imanie a rezervy</b>	<b>71 200</b>	<b>67 101</b>
<b>Pasíva spolu</b>	<b>2 075 107</b>	<b>1 507 887</b>



# PRÍLOHY

## PRÁVNE NÁSTROJE PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam právnych nástrojov prijatých Európskou centrálnou bankou v roku 2008 a začiatkom roka 2009, ktoré boli publikované v Úradnom vestníku Európskej únie. Úradný vestník možno získať v Úrade pre

oficiálne publikácie Európskych spoločenstiev. Zoznam všetkých právnych nástrojov prijatých ECB od jej zriadenia a uverejnených v Úradnom vestníku je na internetovej stránke ECB v časti Legal framework.

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2008/1	Odporúčanie ECB z 28. januára 2008 Rade Európskej únie o externom audítovi Suomen Pankki	Ú. v. EÚ C 29, 1. 2. 2008, s. 1
ECB/2008/2	Odporúčanie ECB z 30. apríla Rade Európskej únie o externom audítovi Európskej centrálnej banky	Ú. v. EÚ C 114, 9. 5. 2008, s. 1
ECB/2008/3	Rozhodnutie ECB z 15. mája 2008 o bezpečnostnej akreditácii výrobcov ochraňovaných hodnôt eura vo vzťahu k eurobankovkám	Ú. v. EÚ L 140, 30. 5. 2008, s. 26
ECB/2008/4	Usmernenie ECB z 19. júna 2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2006/9 o niektorých prípravách na prechod na hotovostné euro a o predzásobovaní a druhotnom predzásobovaní eurobankovkami a euromincami mimo eurozóny	Ú. v. EÚ L 176, 4. 7. 2008, s. 16
ECB/2008/5	Usmernenie ECB z 20. júna 2008 o správe devízových rezerv ECB národnými centrálnymi bankami a o právnej dokumentácii k transakciám s takýmito aktívami (prepracované znenie)	Ú. v. EÚ L 192, 19. 7. 2008, s. 63
ECB/2008/6	Usmernenie ECB z 26. augusta 2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2002/7 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štvrtročných finančných výkazov	Ú. v. EÚ L 259, 27. 9. 2008, s. 12
ECB/2008/7	Usmernenie Európskej centrálnej banky z 5. septembra 2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2005/5 o požiadavkách Európskej centrálnej banky na štatistické vykazovanie a o postupoch pri výmene štatistických informácií v rámci Európskeho systému centrálnych bánk v oblasti štatistiky štátnych financií zo 17. februára	Ú. v. EÚ L 276, 17. 10. 2008, s. 32
ECB/2008/8	Usmernenie ECB z 11. septembra 2008 o zbere údajov, ktoré sa týkajú eura a o prevádzkovaní Menového informačného systému 2	Ú. v. EÚ L 346, 23. 12. 2008, s. 89
ECB/2008/9	Odporúčanie k nariadeniu Rady, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 2533/98 o zbere štatistických informácií Európskou centrálnou bankou	Ú. v. EÚ C 251, 3. 10. 2008, s. 1
ECB/2008/10	Nariadenie ECB z 22. októbra 2008, ktorým sa mení nariadenie ECB/2003/9 o uplatňovaní povinných rezerv.	Ú. v. EÚ L 282, 25. 10. 2008, s. 14

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2008/11	Nariadenie ECB z 23. októbra 2008 o dočasných zmenách pravidiel týkajúcich sa akceptovateľnosti kolaterálu	Ú. v. EÚ L 282, 25. 10. 2008, s. 17
ECB/2008/13	Usmernenie ECB z 23. októbra.2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/7 o nástrojoch a postupoch menovej politiky Eurosystemu	Ú. v. EÚ L 36, 5. 2. 2009, s. 31
ECB/2008/14	Rozhodnutie ECB z 28. októbra. 2008 o prechodných ustanoveniach pre uplatňovanie povinných minimálnych rezerv Európskou centrálnou bankou po zavedení eura na Slovensku	Ú. v. EÚ L 319, 29. 11. 2008, s. 73
ECB/2008/15	Rozhodnutie ECB zo 14. novembra 2008 o implementácii nariadenia ECB/2008/11 z 23. októbra 2008 o dočasných zmenách pravidiel týkajúcich sa akceptovateľnosti kolaterálu	Ú. v. EÚ L 309, 20. 11. 2008, s. 8
ECB/2008/16	Odporúčanie ECB zo 17. novembra 2008 Rade Európskej únie o externom audítovi Banque centrale du Luxembourg	Ú. v. EÚ C 299, 22. 11. 2008, s. 5
ECB/2008/17	Rozhodnutie ECB zo 17. novembra 2008, ktorým sa ustanovuje rámec Eurosystemu pre spoločné obstarávanie	Ú. v. EÚ L 319, 29. 11. 2008, s. 76
ECB/2008/18	Usmernenie ECB z 21. novembra 2008 o dočasných zmenách pravidiel týkajúcich sa akceptovateľnosti kolaterálu	Ú. v. EÚ L 314, 25. 11. 2008, s. 14
ECB/2008/19	Odporúčanie ECB z 5. decembra 2008 Rade Európskej únie o externom audítovi Central Bank of Malta	Ú. v. EÚ C 322, 17. 12. 2008, s. 1
ECB/2008/20	Rozhodnutie ECB z 11. decembra 2008 o schválení objemu emisie mincí v roku 2009	Ú. v. EÚ L 352, 31. 12. 2008, s. 58
ECB/2008/21	Usmernenie ECB z 11. decembra 2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2006/16 o právnom rámci pre účtovníctvo a finančné výkazníctvo v Európskom systéme centrálnych bánk	Ú. v. EÚ L 36, 5. 2. 2009, s. 46
ECB/2008/22	Rozhodnutie ECB z 11. decembra 2008, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2006/17 o ročnej účtovnej závierke ECB	Ú. v. EÚ L 36, 5. 2. 2009, s. 22
ECB/2008/23	Rozhodnutie ECB z 12. decembra 2008 o percentuálnych podieloch národných centrálnych bánk podľa kľúča na upísanie základného imania ECB	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 66
ECB/2008/24	Rozhodnutie ECB z 12. decembra 2008, ktorým sa vymedzujú potrebné opatrenia na doplatenie základného imania ECB účastníkymi národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 69

Číslo	Názov	Úradný vestník
ECB/2008/25	Rozhodnutie ECB z 12. decembra 2008, ktorým sa vymedzujú podmienky prevodu podielov na základnom imaní medzi národnými centrálnymi bankami a podmienky úpravy splateného základného imania	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 71
ECB/2008/26	Rozhodnutie ECB z 12. decembra 2008, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2001/15 zo 6. decembra 2001 o emisii eurových bankoviek	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 75
ECB/2008/27	Rozhodnutie ECB z 12. decembra 2008 vymedzujúce potrebné opatrenia na príspevok do akumulovaného vlastného imania a opatrenia na úpravu pohľadávok národných centrálnych bánk zodpovedajúcu prevedeným devízovým rezervám	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 77
ECB/2008/28	Rozhodnutie ECB z 15. decembra 2008, ktorým sa vymedzujú potrebné opatrenia na doplatenie základného imania ECB neúčastníckymi národnými centrálnymi bankami	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 81
ECB/2008/29	Rozhodnutie ECB z 15. decembra 2008 o odložení začatia rotačného systému v Rade guvernérov ECB	Ú. v. EÚ L 3, 7. 1. 2008, s. 4
ECB/2008/30	Nariadenie ECB z 19. decembra 2008 o štatistike aktív a pasív finančných spoločností osobitného účelu zaoberajúcich sa sekuritizačnými transakciami	Ú. v. EÚ L 15, 20. 1. 2009, s. 1
ECB/2008/31	Usmernenie ECB z 19. decembra 2008, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2007/9 o menovej štatistike a štatistike finančných inštitúcií a trhov (prepracované znenie)	Ú. v. EÚ L 53, 26. 2. 2009, s. 76
ECB/2008/32	Nariadenie ECB z 19. decembra 2008 o súvahe peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie).	Ú. v. EÚ L 15, 20. 1. 2009, s. 14
ECB/2008/33	Rozhodnutie ECB z 31. decembra 2008 o doplatení základného imania, prevode devízových rezerv a príspevku k rezervám a opravným položkám ECB Národnou bankou Slovenska	Ú. v. EÚ L 21, 24. 1. 2009, s. 83
ECB/2009/1	Usmernenie ECB z 20. januára 2009, ktorým sa mení a dopĺňa usmernenie ECB/2000/7 o nástrojoch a postupoch menovej politiky Eurosystemu	Ú. v. EÚ L 36, 5. 2. 2009, s. 59
ECB/2009/2	Rozhodnutie ECB z 27. januára 2009, ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie ECB/2007/5 ustanovujúce pravidlá obstarávania	Ú. v. EÚ L 51, 24. 2. 2009, s. 10
ECB/2009/3	Odporúčanie ECB zo 16. februára 2009 Rade EÚ o externých audítoroch Deutsche Bundesbank.	Ú. v. EÚ C 43, 21. 2. 2009, s. 1

## STANOVISKÁ PRIJATÉ ECB

Tabuľka obsahuje zoznam stanovísk prijatých ECB v roku 2008 a začiatkom roka 2009 na základe článku 105 ods. 4 zmluvy a článku 4 Štatútu ESCB, článku 112 ods. 2b zmluvy a článku 11 ods. 2 štatútu. Zoznam všetkých stanovísk prijatých ECB od jej zriadenia je na internetovej stránke ECB.

### (a) Stanoviská ECB na základe konzultácie členského štátu<sup>1</sup>

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/1	Cyprus	Stanovisko ku kontrole reprodukcie bankoviek a mincí na Cypre
CON/2008/2	Česká republika	Stanovisko k delbe právomocí medzi Českou národní bankou a ministerstvom financií, ktoré sa týkajú prípravy a predkladania niektorých návrhov zákonov vláde
CON/2008/3	Nemecko	Stanovisko k nemeckým právnym predpisom o minciach
CON/2008/4	Švédsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam štatútu Sveriges Riksbank týkajúcim sa funkčného obdobia členov výkonnej rady
CON/2008/5	Poľsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam, ktoré sa týkajú riadenia a spôsobu financovania systému ochrany vkladov, ako aj dohľadu nad ním, najmä s ohľadom na účasť Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugalsko	Stanovisko k zásadám, pravidlám a štruktúre národného štatistického systému a postaveniu Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumunsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákonov o šekoch, vlastných zmenkách a cudzích zmenkách
CON/2008/8	Francúzsko	Stanovisko k dôsledkom zmeny postavenia ostrovov Svätý Martin a Svätý Bartolomej podľa francúzskeho práva na ich menový režim
CON/2008/9	Nemecko	Stanovisko k pracovno-právnym vzťahom medzi Deutsche Bundesbank a jej zamestnancami
CON/2008/10	Taliansko	Stanovisko k odmeňovaniu v Banca d'Italia a k štruktúrálnej reforme vládneho účtu vedeného v Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugalsko	Stanovisko k dohľadu nad audítormi a úlohe Banco de Portugal v tejto súvislosti
CON/2008/13	Grécko	Stanovisko týkajúce sa Bank of Greece v súvislosti s reformou gréckeho systému sociálneho zabezpečenia
CON/2008/14	Estónsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona o Eesti Pank

<sup>1</sup> V decembri 2004 Rada guvernérov rozhodla, že stanoviská ECB vydané na požiadanie národných orgánov budú spravidla uverejnené ihneď po ich prijatí a doručení orgánu, ktorý žiadal o konzultáciu.

<sup>2</sup> Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.



Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/16	Fínsko	Stanovisko k zjednoteniu dohľadu nad finančným a poisťným trhom
CON/2008/17	Luxembursko	Stanovisko k právomociam Banque centrale du Luxembourg a k dôchodkovému systému jej zamestnancov
CON/2008/18	Slovensko	Stanovisko k právnej úprave platobného styku s cieľom zabezpečiť súlad so zmluvou a uľahčiť prechod domáceho platobného systému na TARGET2
CON/2008/20	Poľsko	Stanovisko k úlohe Narodowy Bank Polski pri zúčtovaní a klíringu cenných papierov a v rámci systému centrálného depozitára cenných papierov
CON/2008/21	Česká republika	Stanovisko k návrhu zákona o České národní bance
CON/2008/23	Slovensko	Stanovisko k návrhu právnych predpisov o duálnom zobrazovaní v oblasti bankovníctva, kapitálového trhu, poisťovníctva a dôchodkového sporenia a o pravidlách zaokrúhľovania pre niektoré druhy cenných papierov
CON/2008/24	Grécko	Stanovisko k výnimke z práva obchodných spoločností v súvislosti s niektorými obchodmi úverových inštitúcií
CON/2008/25	Slovensko	Stanovisko k duálnemu zobrazovaniu v oblasti hazardných hier
CON/2008/26	Poľsko	Stanovisko k pravidlám pre výmenu poškodených bankoviek a mincí
CON/2008/27	Slovensko	Stanovisko k pravidlám duálneho zobrazovania a zaokrúhľovania v pracovnoprávnej oblasti a v oblasti práva sociálneho zabezpečenia
CON/2008/29	Bulharsko	Stanovisko k novele zákona o štatistike
CON/2008/30	Rakúsko	Stanovisko k zavedeniu investičného životného poistenia a pravidiel obchodovania poisťovní
CON/2008/31	Rumunsko	Stanovisko k zmene štatútu Banca Națională a României
CON/2008/32	Poľsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam, ktoré sa týkajú riadenia a spôsobu financovania systému ochrany vkladov, ako aj dohľadu nad ním, najmä s ohľadom na účasť Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Belgicko	Stanovisko k zriadeniu audítorskej komisie Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Švédsko	Stanovisko k finančnej nezávislosti Sveriges Riksbank

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/35	Dánsko	Stanovisko k stiahnutiu mincí s najnižšou nominálnou hodnotou ako zákonného platidla
CON/2008/36	Lotyšsko	Stanovisko k legislatíve, ktorá sa týka bankoviek a mincí
CON/2008/38	Malta	Stanovisko k právnemu rámcu na spracovanie eurobankoviek úverovými inštitúciami a ostatnými spracovateľmi peňazí
CON/2008/39	Poľsko	Stanovisko k Výboru pre finančnú stabilitu
CON/2008/40	Slovensko	Stanovisko k ďalším podrobným pravidlám prechodu na euro
CON/2008/41	Rakúsko	Stanovisko k financovaniu rakúskeho príspevku na odpustenie dlhu Libérie
CON/2008/42	Luxembursko	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona, ktoré umožňujú Banque centrale du Luxembourg účinnejšie prispievať k finančnej stabilite a ktoré objasňujú úpravu požiadaviek na povinné minimálne rezervy
CON/2008/43	Slovinsko	Stanovisko k obmedzeniam a zákazom týkajúcim sa verejných činiteľov
CON/2008/44	Írsko	Stanovisko o podporných finančných opatreniach pre úverové inštitúcie
CON/2008/46	Belgicko	Stanovisko k štátnej záruke, ktorá sa týka úveru poskytnutého Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique v súvislosti s jej príspevkom k finančnej stabilite
CON/2008/47	Švédsko	Stanovisko k výmene bankoviek a mincí a ich stiahnutiu z obehu
CON/2008/48	Írsko	Stanovisko k implementácii podporných finančných opatrení pre úverové inštitúcie
CON/2008/49	Nemecko	Stanovisko k výmene euromincí a nemeckých pamätných euromincí
CON/2008/50	Belgicko	Stanovisko k štátnej záruke vzťahujúcej sa na záväzky úverových inštitúcií
CON/2008/51	Grécko	Stanovisko k systému zabezpečenia vkladov a ochrany investorov
CON/2008/52	Španielsko	Stanovisko k zriadeniu Fondu pre získavanie finančných aktív a iným opatreniam vlády prispievajúcim k finančnej stabilite
CON/2008/53	Poľsko	Stanovisko k rozšíreniu právneho rámca Narodowy Bank Polski pre zber štatistických informácií

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/54	Dánsko	Stanovisko k systému finančnej stability, ktorý zaručuje náhradu pohľadávok vkladateľov a bežných veriteľov v plnej výške
CON/2008/55	Rakúsko	Stanovisko k právnym opatreniam na obnovenie stability finančného trhu
CON/2008/56	Francúzsko	Stanovisko k poskytovaniu štátnych záruk s cieľom prispieť k finančnej stabilite
CON/2008/57	Nemecko	Stanovisko k zriadeniu Fondu pre stabilizáciu finančného trhu a k iným opatreniam na zaistenie finančnej stability
CON/2008/58	Taliansko	Stanovisko k opatreniam na zabezpečenie stability bankového systému
CON/2008/59	Švédsko	Stanovisko k stabilizačným opatreniam týkajúcim sa finančného systému
CON/2008/60	Španielsko	Stanovisko k operáciám Fondu pre nadobúdanie finančných aktív
CON/2008/61	Belgicko	Stanovisko o ochrane vkladov a určitých produktov životného poistenia
CON/2008/62	Švédsko	Stanovisko k poskytovaniu štátnych záruk bankám a spoločnostiam pôsobiacim na úverovom trhu
CON/2008/64	Belgicko	Stanovisko k riadeniu informácií o emitentoch v súvislosti s dematerializáciou ich cenných papierov
CON/2008/65	Taliansko	Stanovisko k implementácii opatrení na zaistenie stability bankového systému
CON/2008/66	Litva	Stanovisko k zmenám a doplneniam požiadaviek na minimálne rezervy
CON/2008/67	Španielsko	Stanovisko k predpokladom na poskytnutie štátnych záruk
CON/2008/68	Fínsko	Stanovisko k opatreniam finančnej stability vo vzťahu k záručnému fondu vlády
CON/2008/69	Írsko	Stanovisko k rozšíreniu rozsahu systému ochrany vkladov
CON/2008/71	Bulharsko	Stanovisko k založeniu registra finančných inštitúcií vedeného Българска народна банка (Bulharskou národnou bankou)
CON/2008/72	Rumunsko	Stanovisko k použitiu devízových rezerv v oblasti turizmu

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/73	Bulharsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam štatútu Българска народна банка (Bulharskej národnej banky)
CON/2008/74	Belgicko	Stanovisko k štátnej záruke, ktorej cieľom je zabrániť úbytku likvidity
CON/2008/75	Fínsko	Stanovisko k štátnej kapitálovej podpore pre banky
CON/2008/76	Slovinsko	Stanovisko k štátnym zárukám a ostatným opatreniam na udržanie finančnej stability
CON/2008/78	Bulharsko	Stanovisko k úlohe Българска народна банка (Bulharskej národnej banky), ktoré sa týka platobných inštitúcií a prevádzkovateľov platobných systémov a dohľadu nad platobnými a zúčtovacími systémami
CON/2008/79	Grécko	Stanovisko k opatreniam na zvýšenie likvidity v hospodárstve
CON/2008/80	Poľsko	Stanovisko k poskytovaniu podpory Štátnou pokladnicou finančným inštitúciám
CON/2008/81	Maďarsko	Stanovisko k opatreniam na posilnenie systému finančného sprostredkovania s cieľom udržať finančnú stabilitu
CON/2008/82	Španielsko	Stanovisko k platbe zisku Banco de España do Štátnej pokladnice
CON/2008/83	Maďarsko	Stanovisko k zosúladieniu zákona o Magyar Nemzeti Bank s právom Spoločenstva
CON/2008/85	Francúzsko	Stanovisko k modernizácii právneho rámca o finančných nástrojoch
CON/2008/86	Slovensko	Stanovisko o hotovostnom peňažnom obehu
CON/2008/87	Španielsko	Stanovisko k zmenám a doplneniam zákona o platobných systémoch a zúčtovacích systémoch cenných papierov
CON/2008/88	Slovinsko	Stanovisko k požiadavkám a podmienkam poskytovania štátnych záruk
CON/2008/89	Lotyšsko	Stanovisko k nástrojom menovej politiky
CON/2008/90	Maďarsko	Stanovisko k spracovaniu a distribúcii bankoviek a mincí a k technickým opatreniam na prevenciu falšovania

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2008/91	Belgicko	Stanovisko k uplatňovaniu obmedzení voči Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique týkajúcich sa odstupného pre výkonných riaditeľov kótovaných spoločností
CON/2008/92	Slovinsko	Stanovisko k požiadavkám a podmienkam poskytovania štátnych úverov
CON/2009/2	Lotyšsko	Stanovisko k štátnym zárukám za bankové úvery
CON/2009/3	Slovinsko	Stanovisko k podmienkam štátnych kapitálových investícií a konverzii dlhu na podielové účasti podľa zákona o verejných financiách
CON/2009/4	Belgicko	Stanovisko k zmenám a doplneniam pravidiel upravujúcich rozdelenie príjmu Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique a k prideleniu jej ziskov belgickému štátu
CON/2009/5	Rakúsko	Stanovisko k platbe Oesterreichische Nationalbank k navrhovanému zvýšeniu kvóty Rakúska v MMF
CON/2009/6	Dánsko	Stanovisko k rozšíreniu systému finančnej stability garantujúcemu úplné krytie pohľadávok depozitármi a bežnými veriteľmi a k systému poskytovania štátneho kapitálu úverovým inštitúciám
CON/2009/7	Luxembursko	Stanovisko k úlohe Banque centrale du Luxembourg v zostavovaní niektorých štatistík
CON/2009/8	Švédsko	Stanovisko k zrušeniu mince najnižšej nominálnej hodnoty ako zákonného platidla a k zmenám pravidiel zaokrúhľovania
CON/2009/9	Maďarsko	Stanovisko k prevádzkovým pravidlám centrálného depozitára cenných papierov, zúčtovacieho centra a centrálnej protistrany
CON/2009/10	Lotyšsko	Stanovisko k systému ochrany vkladov a postaveniu orgánu dohľadu v konaniach o platobnej neschopnosti
CON/2009/11	Lotyšsko	Stanovisko k štátnym náhradám vyplácaným v súvislosti s prevzatím bánk
CON/2009/12	Cyprus	Stanovisko k podmienkam poskytovania štátnych úverov a záruk v núdzových prípadoch

Číslo <sup>2</sup>	Žiadateľ	Názov
CON/2009/13	Bulharsko	Stanovisko k dodatočným kritériám akceptovateľnosti pre členov Riadiacej rady Българска народна банка (Bulharskej národnej banky) a ďalším pravidlám o poskytovaní informácií v tejto súvislosti
CON/2009/15	Írsko	Stanovisko k opatreniam finančnej podpory, ktoré sa vzťahujú na odmeňovanie zamestnancov verejnej správy
CON/2009/16	Írsko	Stanovisko k právnemu predpisu, ktorý umožňuje ministrom financií nariadiť Národnému rezervnému penzijnému fondu, aby investoval do finančných inštitúcií v rámci procesu rekapitalizácie bánk

**(b) Stanoviská ECB na základe konzultácie európskych inštitúcií<sup>3</sup>**

Číslo <sup>4</sup>	Žiadateľ	Názov	Úradný vestník
CON/2008/12	Rada EÚ	Stanovisko k štatistike zahraničného obchodu Spoločenstva s nečlenskými štátmi	Ú. v. EÚ C 70, 15. 3. 2008, s. 1
CON/2008/15	Rada EÚ	Stanovisko ku kodifikácii nariadenia Rady o uplatňovaní Protokolu o postupe pri nadmernom schodku	Ú. v. EÚ C 88, 9. 4. 2008, s. 1
CON/2008/19	Rada EÚ	Stanovisko k zavedeniu regulačného postupu s kontrolou s ohľadom na niektoré právne akty z oblasti štatistiky	Ú. v. EÚ C 117, 14. 5. 2008, s. 1
CON/2008/22	Európska komisia	Stanovisko k implementácii nariadenia týkajúceho sa štatistiky o voľných pracovných miestach v Spoločenstve s ohľadom na postupy očisťovania od sezónnych vplyvov, správy o kvalite, zber údajov, špecifikácie zasielania údajov a realizačné štúdie	Ú. v. EÚ C 134, 31. 5. 2008, s. 10
CON/2008/28	Rada EÚ	Stanovisko k zavedeniu eura na Slovensku a k prepočítaciemu kurzu medzi eurom a slovenskou korunou	Ú. v. EÚ C 180, 17. 7. 2008, s. 1
CON/2008/37	Rada EÚ	Stanovisko k návrhu na zmenu a doplnenie smernice o konečnom zúčtovaní v platobných systémoch a zúčtovacích systémoch cenných papierov a smernice o dohodách o finančných zárukách, pokiaľ ide o prepojené systémy a úverové pohľadávky	Ú. v. EÚ C 216, 23. 8. 2008, s. 1
CON/2008/45	Rada EÚ	Stanovisko o medailách a žetónoch podobných eurominciám	Ú. v. EÚ C 283, 7. 11. 2008, s. 1
CON/2008/63	Európska komisia	Stanovisko k novému rozhodnutiu Výboru európskych orgánov bankového dohľadu	Ú. v. EÚ C 45, 24. 2. 2009, s. 1
CON/2008/70	Rada EÚ	Stanovisko k zmenám a doplneniam k nariadeniu o systémoch záruky vkladov týkajúce sa úrovne pokrytia a časového oneskorenia ich vyplatenia	Ú. v. EÚ C 314, 9. 12. 2008, s. 1

<sup>3</sup> Uverejnené na internetovej stránke ECB.

<sup>4</sup> Konzultácie sú číslované v poradí, v akom ich prijala Rada guvernérov.

Číslo <sup>4</sup>	Žiadateľ	Názov	Úradný vestník
CON/2008/77	Rada EÚ	Stanovisko k návrhu nariadenia Rady na poskytovanie úverov na prekonanie problémov platobnej bilancie členských štátov	Ú. v. EÚ C 328, 23. 12. 2008, s. 1
CON/2008/84	Rada EÚ	Stanovisko ku smernici o zakladaní, podnikaní a o kontrole podnikania inštitúcií zaoberajúcich sa elektronickými peniazmi	Ú. v. EÚ C 30, 6. 2. 2009, s. 1
CON/2009/1	Rada EÚ	Stanovisko k novému nariadeniu o cezhraničných platbách vnútri Spoločenstva	Ú. v. EÚ C 21, 28. 1. 2009, s. 1
CON/2009/14	Európska komisia	Stanovisko k štandardom ošetrovania sezónnych výrobkov v harmonizovaných indexoch spotrebiteľských cien	Zatiaľ neuverejnené



# CHRONOLÓGIA OPATRENÍ MENOVEJ POLITIKY EUROSYSTÉMU<sup>1</sup>

## 11. JANUÁR 2007 A 8. FEBRUÁR 2007

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné operácie a jednodňové sterilizačné operácie v nezmenej výške, t. j. 3,50 %, 4,50 % a 2,50 %.

## 8. MAREC 2007

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení minimálnej akceptovateľnej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 25 bázických bodov na 3,75 % s účinnosťou od operácie vyrovnannej 14. marca 2007. Rozhodla tiež o zvýšení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 25 bázických bodov na 4,75 % a 2,75 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 14. marca 2007.

## 12. APRÍL A 10. MÁJ 2007

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné operácie a jednodňové sterilizačné operácie v nezmenej výške, t. j. 3,75 %, 4,75 % a 2,75 %.

## 6. JÚN 2007

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení minimálnej akceptovateľnej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 25 bázických bodov na 4 % s účinnosťou od operácie vyrovnannej 13. júna 2007. Rozhodla tiež o zvýšení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 25 bázických bodov na 5 % a 3 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 13. júna 2007.

## 5. JÚL, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTÓBER, 8. NOVEMBER A 6. DECEMBER 2007, 10. JANUÁR, 7. FEBRUÁR A 6. MAREC 2008, 10. APRÍL, 8. MÁJ A 5. JÚN 2008

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné operácie a jednodňové sterilizačné operácie v nezmenej výške, t. j. 4,00 %, 5,00 % a 3,00 %.

## 3. JÚL 2008

Rada guvernérov ECB rozhodla o zvýšení minimálnej akceptovateľnej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 25 bázických bodov na 4,25 % s účinnosťou od operácie vyrovnannej 9. júla 2008. Rozhodla tiež o zvýšení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 25 bázických bodov na 5,25 % a 3,25 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 9. júla 2008.

## 7. AUGUST, 4. SEPTEMBER A 2. OKTÓBER 2008

Rada guvernérov ECB rozhodla o ponechaní minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie a úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné operácie a jednodňové sterilizačné operácie v nezmenej výške, t. j. 4,25 %, 5,25 % a 3,25 %.

## 8. OKTÓBER 2008

Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie s účinnosťou od operácie vyrovnannej 15. októbra 2008 o 50 bázických bodov na 3,75 %. Súčasne s okamžitou účinnosťou znížila úrokovú sadzbu pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 50 bázických bodov na 4,75 %

<sup>1</sup> Chronológia opatrení menovej politiky Eurosystemu prijatých od roku 1999 do roku 2006 je uvedená vo Výročných správach ECB za príslušné roky.

a 2,75 %. Rada guvernérov tiež rozhodla, že s účinnosťou od operácie vyrovnanej 15. októbra 2008 týždenné hlavné refinančné operácie sa budú uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia pri úrokovej sadzbe hlavných refinančných operácií. S účinnosťou od 9. októbra ECB ďalej zúžila koridor automatických operácií z 200 bázických bodov na 100 bázických bodov okolo úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie. Tieto dve opatrenia zostanú v platnosti, kým to bude potrebné, minimálne však do konca prvej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009, t. j. do 20. januára.

#### **15. OKTÓBER 2008**

Rada guvernérov ECB sa rozhodla rozšíriť rámec kolaterálu a zvýšiť objem poskytovanej likvidity. V tomto smere sa Rada guvernérov rozhodla: (i) rozšíriť zoznam aktív akceptovateľných ako kolaterál v úverových operáciách Eurosystemu, ktorý bude platiť až do konca roka 2009, (ii) zvýšiť objem dlhodobjšieho refinancovania, a to s účinnosťou od 30. októbra 2008 až do konca prvého štvrťroka 2009, a (iii) poskytovať likviditu v amerických dolároch prostredníctvom menových swapov.

#### **6. NOVEMBER 2008**

Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu o 50 bázických bodov na 3,25 % s účinnosťou od operácie vyrovnanej 12. novembra 2008. Rozhodla tiež o znížení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 50 bázických bodov na 3,75 % a 2,75 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 12. novembra 2008.

#### **4. DECEMBER 2008**

Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie

Eurosystemu o 75 bázických bodov na 2,50 % s účinnosťou od operácie vyrovnanej 10. decembra 2008. Rozhodla tiež o znížení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie o 75 bázických bodov na 3,00 % a 2,00 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 10. decembra 2008.

#### **18. DECEMBER 2008**

Rada guvernérov ECB rozhodla, že hlavné refinančné operácie sa budú naďalej uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia aj po uplynutí periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv končiacej sa 20. januára 2009. Toto opatrenie zostane v platnosti, kým to bude potrebné, minimálne však do posledného pridelenia v rámci tretej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009 dňa 31. marca. Okrem toho rozhodla, že koridor sadzieb automatických operácií, ktorý bol 9. októbra 2008 zúžený na 100 bázických bodov okolo úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie, sa od 21. januára 2009 znova symetricky rozšíri na 200 bázických bodov.

#### **15. JANUÁR 2009**

Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení pevnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 50 bázických bodov na 2,00 % s účinnosťou od operácie vyrovnanej 21. januára 2009. Rozhodla tiež o znížení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie na 3,00 % a 1,00 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 21. januára 2009, v súlade s rozhodnutím z 18. decembra 2008.

#### **5. FEBRUÁR 2009**

Rada guvernérov ECB rozhodla, že úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie a úroková sadzba pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie zostanú nezmenené na úrovni 2,00 %, resp. 3,00 % a 1,00 %.

## 5. MAREC 2009

Rada guvernérov ECB rozhodla o znížení pevnej úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie o 50 bázických bodov na 1,50 % s účinnosťou od operácie vyrovnanej 11. marca 2009. Rozhodla tiež o znížení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie na 2,50 % a 0,50 %, v oboch prípadoch s účinnosťou od 11. marca 2009. Rada guvernérov tiež rozhodla, že všetky hlavné refinančné operácie, refinančné operácie so špeciálnou dĺžkou trvania a dodatočné i bežné dlhodobejšie refinančné operácie sa budú aj naďalej uskutočňovať formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, a to tak dlho, kým to bude potrebné, ale v každom prípade najmenej počas celého roka 2009.

# PREHĽAD KOMUNIKÁCIE ECB V SÚVISLOSTI S POSKYTOVANÍM LIKVIDITY V EURÁCH<sup>1</sup>

14. JANUÁR 2008

## HLAVNÉ REFINANČNÉ OPERÁCIE

ECB naďalej pozorne sleduje podmienky likvidity a snaží sa udržiavať veľmi krátkodobé sadzby v blízkosti minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií. Kým to bude potrebné, bude ECB v rámci hlavných refinančných operácií pridávať vyšší ako referenčný objem likvidity, aby pokryla dopyt zmluvných strán súvisiaci s plnením povinných minimálnych rezerv na začiatku periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv. Cieľom ECB je vyrovnaný stav likvidity na konci udržiavacej periódy.

7. FEBRUÁR 2008

## DODATOČNÉ DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE

Rada guvernérov sa dnes rozhodla obnoviť dve dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie, v rámci ktorých bolo 23. novembra 2007 pridelených 60 mld. € a 12. decembra 2007 tiež 60 mld. € a ktoré budú splatné 21. februára 2008, resp. 13. marca 2008. Cieľom obnovenia týchto dodatočných dlhodobejších refinančných operácií je vyššia konsolidácia pokroku dosiahnutého v rámci normalizácie eurového peňažného trhu. Toto obnovenie, ktoré na bežné dlhodobejšie refinančné operácie nebude mať vplyv, sa uskutoční nasledujúcim spôsobom: obe dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie sa uskutočnia formou tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou, pričom objem každého z nich bude vopred stanovený na 60 mld. €. Prvá operácia bude vyrovnaná 21. februára 2008 a splatná 22. mája 2008. Druhá operácia bude vyrovnaná 13. marca 2008 a splatná 12. júna 2008. Obe dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie sa uskutočnia formou štandardných tendrov, pričom oznámenie tendra bude dva dni a pridelenie prostriedkov jeden deň pred vyrovnaním.

28. MAREC 2008

## DODATOČNÉ DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 27. marca 2008 rozhodla o uskutočnení dodatočných dlhodobejších refinančných operácií so splatnosťou šesť mesiacov. Okrem toho sa Rada guvernérov rozhodla uskutočniť ďalšiu dodatočnú dlhodobejšiu refinančnú operáciu so splatnosťou tri mesiace. Pravidelné mesačné dlhodobejšie refinančné operácie zostávajú bezo zmeny. Cieľom týchto dodatočných dlhodobejších refinančných operácií so splatnosťou tri, resp. šesť mesiacov je prispieť k normalizácii fungovania eurového peňažného trhu. Dodatočné operácie so splatnosťou tri a šesť mesiacov sa uskutočnia formou štandardných tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou a vopred určeným objemom. Ako obvyčajne, tieto operácie budú splatné druhý štvrtok daného mesiaca. Pridelenie v rámci dodatočnej dlhodobejšej refinančnej operácie so splatnosťou šesť mesiacov s vopred stanoveným objemom 25 mld. € sa uskutoční v stredu 2. apríla, vyrovnanie vo štvrtok 3. apríla a jej splatnosť bude vo štvrtok 9. októbra 2008. Pridelenie v rámci ďalšej dodatočnej dlhodobejšej refinančnej operácie so splatnosťou šesť mesiacov s objemom 25 mld. € sa uskutoční v stredu 9. júla, vyrovnanie vo štvrtok 10. júla a jej splatnosť bude vo štvrtok 8. januára 2009. Dve nové dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace, každá s vopred stanoveným objemom 50 mld. €, nahradia dve súčasné prebiehajúce dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace, obe s objemom 60 mld. €. Pridelenie v rámci prvej operácie sa uskutoční v stredu 21. mája, vyrovnanie vo štvrtok 22. mája a jej splatnosť bude vo štvrtok 14. augusta 2008. Pridelenie v rámci druhej operácie sa uskutoční v stredu 11. júna, vyrov-

<sup>1</sup> Prehľad oznámení týkajúcich sa poskytovania likvidity v menách iných ako euro je k dispozícii na internetovej stránke ECB.

nanie vo štvrtok 12. júna a jej splatnosť bude vo štvrtok 11. septembra 2008.

### 31. JÚL 2008

#### DODATOČNÉ DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE

Rada guvernérov sa dnes rozhodla obnoviť dve prebiehajúce dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace, v rámci ktorých bolo 21. mája 2008 pridelených 50 mld. € a 11. júna 2008 tiež 50 mld. € a ktoré budú splatné 14. augusta 2008, resp. 11. septembra 2008. Cieľom obnovenia týchto dvoch dodatočných dlhodobejších refinančných operácií so splatnosťou tri mesiace je vyššia konsolidácia pokroku dosiahnutého v rámci normalizácie eurového peňažného trhu. Toto obnovenie, ktoré na bežné dlhodobejšie refinančné operácie nebude mať vplyv, sa uskutoční nasledujúcim spôsobom: obe dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie sa uskutočnia formou tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou, pričom objem každého z nich bude vopred stanovený na 50 mld. €. Prvá operácia bude vyrovnaná 14. augusta 2008 a splatná 13. novembra 2008. Druhá operácia bude vyrovnaná 11. septembra 2008 a splatná 11. decembra 2008. Obe dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie sa uskutočnia formou štandardných tendrov, pričom oznámenie tendra bude dva dni a pridelenie prostriedkov jeden deň pred vyrovnaním.

### 4. SEPTEMBER 2008

#### DODATOČNÉ DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE

Rada guvernérov sa dnes rozhodla obnoviť prebiehajúcu dodatočnú dlhodobejšiu refinančnú operáciu so splatnosťou šesť mesiacov v objeme 25 mld. €, v rámci ktorej boli prostriedky pridelené 2. apríla a ktorá bude splatná 9. októbra 2008. Zároveň rozhodla o obnovení dvoch dodatočných dlhodobejších refinančných operácií so splatnosťou tri mesiace (50 mld. €), ktoré budú splatné 13. novembra, resp. 11. decembra 2008.

Cieľom obnovenia týchto dodatočných dlhodobejších refinančných operácií je prispieť k normalizácii eurového peňažného trhu. Na bežné dlhodobejšie refinančné operácie nebude mať žiadny vplyv. Obe dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace sa uskutočnia formou tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou, pričom objem každého z nich bude vopred stanovený na 50 mld. €.

Prvá operácia bude vyrovnaná 13. novembra 2008 a splatná 12. februára 2009. Druhá operácia bude vyrovnaná 11. decembra 2008 a splatná 12. marca 2009. Dodatočná dlhodobejšia refinančná operácia so splatnosťou šesť mesiacov sa uskutoční formou tendra s pohyblivou úrokovou sadzbou s vopred stanoveným objemom 25 mld. €. Operácia bude vyrovnaná 9. októbra 2008 a splatná 9. apríla 2009. Podobne ako v predchádzajúcich prípadoch bude pre dodatočnú dlhodobejšiu refinančnú operáciu so splatnosťou šesť mesiacov platiť maximálny objem ponuky 2,5 mld. €. Dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie sa uskutočnia formou štandardných tendrov, pričom oznámenie tendra bude dva dni a pridelenie prostriedkov jeden deň pred vyrovnaním.

### 29. SEPTEMBER 2008

#### REFINANČNÁ OPERÁCIA SO ŠPECIÁLNOU DĹŽKOU TRVANIA

Rada guvernérov ECB rozhodla o uskutočnení refinančnej operácie so špeciálnou dĺžkou trvania. Cieľom tejto operácie je zlepšiť celkový stav likvidity bankového systému eurozóny. Táto operácia sa uskutoční dnes formou štandardného tendra s pohyblivou úrokovou sadzbou bez vopred stanoveného objemu. Operácia bude vyrovnaná v utorok 30. septembra 2008 a bude splatná v piatok 7. novembra 2008. ECB bude aj naďalej riadiť likviditu v snahe zabezpečiť vyrovnaný stav, a to spôsobom, ktorý je v súlade s cieľom udržiavať veľmi krátkodobé úrokové sadzby v blízkosti minimálnej akceptovateľnej úrokovej sadzby. Operácia so špeciálnou dĺžkou trvania bude obnovená minimálne do začiatku budúceho roka.

### 3. OKTÓBER 2008<sup>2</sup>

#### VŠEOBECNÉ OZNÁMENIE TÝKAJÚCE SA POLITIKY RIADENIA LIKVIDITY

Rada guvernérov ECB rozhodla, že od 6. októbra 2008 až do odvolania všetky inštitúcie, ktoré sa môžu zúčastňovať na operáciách Eurosystemu na voľnom trhu formou štandardných tendrov a ktoré spĺňajú ďalšie operačné a iné výberové kritériá stanovené príslušnými národnými centrálnymi bankami, sa budú môcť zúčastňovať aj na rýchlych tendroch, ktoré sa zvyčajne používajú na realizáciu dolaďovacích operácií. Jednotlivé národné centrálné banky môžu podľa potreby oznámiť ďalšie podrobnejšie informácie týkajúce sa inštitúcií so sídlom v príslušnom členskom štáte.

### 7. OKTÓBER 2008

#### DODATOČNÁ DLHODOBEJŠIA REFINANČNÁ OPERÁCIA

Rada guvernérov ECB dnes rozhodla o zvýšení objemu pridelenia v rámci dodatočnej dlhodobejšej refinančnej operácie so splatnosťou šesť mesiacov, ktorá bola oznámená v tlačovej správe 4. septembra 2008, a to z 25 mld. € na 50 mld. €. Prostriedky v rámci tejto operácie budú pridelené 8. októbra 2008. Pre túto operáciu následne platí maximálny objem ponuky 5 mld. €.

### 8. OKTÓBER 2008

#### VŠEOBECNÉ OZNÁMENIE TÝKAJÚCE SA POLITIKY RIADENIA LIKVIDITY

Rada guvernérov ECB dnes prostredníctvom telekonferencie prijala nasledujúce dve opatrenia: týždenné hlavné refinančné operácie sa budú od operácie vyrovnanej 15. októbra uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia s úrokovou sadzbou hlavných refinančných operácií, čo je v súčasnosti 3,75 %. S účinnosťou od 9. októbra ECB zúži koridor automatických operácií z 200 bázických bodov na 100 bázických bodov okolo úrokovej sadzby

hlavných refinančných operácií. Od 9. októbra sa teda sadzba jednodňových refinančných operácií zníži zo 100 na 50 bázických bodov nad úroveň úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie, čiže v súčasnosti na 4,25 %, a sadzba jednodňových sterilizačných operácií sa zvýši zo 100 na 50 bázických bodov pod úroveň úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie, čiže v súčasnosti na 3,25 %. Tieto opatrenia zostanú v platnosti, kým to bude potrebné, minimálne však do konca prvej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009, t. j. do 20. januára. ECB bude aj naďalej riadiť likviditu v snahe zabezpečiť vyrovnaný stav, a to spôsobom, ktorý je v súlade s cieľom udržiavať krátkodobé úrokové sadzby v blízkosti úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií.

### 9. OKTÓBER 2008

#### DOLAĎOVACIA OPERÁCIA

Operácia vykonáva včerajšie rozhodnutie (tlačová správa z 8. októbra) o plnom pokrytí dopytu zmluvných strán po refinancovaní, t. j. plnom objeme pridelenia, s úrokovou sadzbou hlavnej refinančnej operácie 3,75 % za podmienky poskytnutia akceptovateľného kolaterálu, a to tak dlho, kým to bude potrebné, minimálne však do konca prvej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009, dňa 20. januára.

### 15. OKTÓBER 2008

#### DODATOČNÉ DLHODOBEJŠIE REFINANČNÉ OPERÁCIE/REFINANČNÁ OPERÁCIA SO ŠPECIÁLNOU DĹŽKOU TRVANIA<sup>3</sup>

Rada guvernérov dnes prostredníctvom telekonferencie rozhodla, že s účinnosťou od operácie vyrovnanej 30. októbra 2008 až do konca prvého štvrťroka 2009 sa bude poskytovať dlhodo-

- 2 Všeobecné oznámenia týkajúce sa politiky riadenia likvidity, ktoré sa netýkali priamo poskytovania likvidity, tu nie sú uvedené. Sú však k dispozícii na internetovej stránke ECB.
- 3 Oznámenia o pevných sadzbách v rámci dlhodobejších refinančných operácií, dodatočných dlhodobejších refinančných operácií a refinančných operácií so špeciálnou dĺžkou trvania od 30. októbra do 31. decembra 2008, tu nie sú uvedené. Sú však k dispozícii na internetovej stránke ECB.

bejšieho financovania zo strany Eurosystému v súlade s dočasným rozšírením kolaterálového rámca uskutočňovať nasledujúcim spôsobom:

Všetky dlhodobejšie refinančné operácie sa budú do konca marca 2009 uskutočňovať formou tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia. Dve dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace splatné vo februári a marci 2009 budú predĺžené a v januári 2009 sa uskutoční ďalšia trojmesačná operácia. Prebiehajúca dodatočná dlhodobejšia refinančná operácia so splatnosťou šesť mesiacov splatná v januári 2009 bude predĺžená a v novembri 2008, decembri 2008 a marci 2009 sa súbežne s príslušnou dodatočnou dlhodobejšou refinančnou operáciou so splatnosťou tri mesiace uskutočnia ďalšie štyri dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou šesť mesiacov. Každý mesiac až do konca marca 2009 sa teda uskutočnia dve dlhodobejšie/dodatočné dlhodobejšie refinančné operácie so splatnosťou tri mesiace a jedna dlhodobejšia refinančná operácia so splatnosťou šesť mesiacov. V deň splatnosti 7. novembra 2008 bude tiež predĺžená aj refinančná operácia so špeciálnou dĺžkou trvania, v rámci ktorej boli pridelené prostriedky 29. septembra 2008, pričom jej splatnosť sa bude rovnať dĺžke periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv.

ECB bude aj naďalej riadiť likviditu v snahe zabezpečiť vyrovnaný stav, a to spôsobom, ktorý je v súlade s cieľom udržiavať krátkodobé úrokové sadzby v blízkosti úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií. Z toho dôvodu bude akceptovať aj termínované vklady so splatnosťou jeden týždeň.

## 16. OKTÓBER 2008

### MIMORIADNE POSKYTNUTIE LIKVIDITY

Dňa 10. októbra 2008 oznámila Magyar Nemzeti Bank nové operácie na voľnom trhu s cieľom podporiť likviditu na domácom trhu menových swapov. Magyar Nemzeti Bank a ECB dnes spoločne oznamujú prijatie dohody o podpore nástrojov Magyar Nemzeti Bank na poskytova-

nie likvidity v eurách. Uzatvorili dohodu o repo obchodoch, ktoré Magyar Nemzeti Bank umožnia požičať si prostriedky až do výšky 5 mld. € s cieľom podporiť svoje operácie. Ďalšie informácie o tendroch pre devízové swapy Magyar Nemzeti Bank sú na jej internetovej stránke <http://www.mnb.hu>.

## 27. OKTÓBER 2008

### MIMORIADNE POSKYTNUTIE LIKVIDITY

Danmarks Nationalbank dnes oznámila prijatie opatrení na zvýšenie eurovej likvidity na trhoch s krátkodobými nástrojmi. V rámci podpory týchto opatrení dnes ECB a Danmarks Nationalbank uzavreli vzájomnú menovú dohodu (swapovú linku) vo výške 12 mld. €, ktorá zostane v platnosti, kým to bude potrebné.

## 21. NOVEMBER 2008

### MIMORIADNE POSKYTNUTIE LIKVIDITY

Narodowy Bank Polski a ECB dnes spoločne oznamujú prijatie dohody na podporu nástrojov Narodowy Bank Polski na poskytovanie likvidity v eurách. Dohoda, ktorá bola uzavretá 6. novembra 2008, sa týka repo obchodov, ktoré Narodowy Bank Polski umožnia požičať si prostriedky až do výšky 10 mld. € s cieľom podporiť svoje operácie. Ďalšie informácie o operáciách Narodowy Bank Polski sú na jej internetovej stránke <http://www.nbp.pl>.

## 18. DECEMBER 2008

### VŠEOBECNÉ OZNÁMENIE TÝKAJÚCE SA POLITIKY RIADENIA LIKVIDITY

V nadväznosti na tlačovú správu o zmenách týkajúcich sa tendrov a koridoru automatických operácií z 8. októbra 2008 dnes Rada guvernérov ECB prijala nasledujúce rozhodnutia: Hlavné refinančné operácie sa budú naďalej uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia aj po uplynutí periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv končiacej sa 20. januára 2009.

Toto opatrenie zostane v platnosti, kým to bude potrebné, minimálne však do posledného pridelenia v rámci tretej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009 dňa 31. marca. K 21. januáru 2009 sa koridor sadzieb automatických operácií, ktorý bol 9. októbra 2008 zúžený na 100 základných bodov okolo úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie, znova rozšíri na 200 základných bodov. Od 21. januára sa teda sadzba jednodňových refinančných operácií zvýši z 50 na 100 základných bodov nad úroveň úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie a sadzba jednodňových sterilizačných operácií sa zníži z 50 na 100 základných bodov pod úroveň úrokovej sadzby hlavnej refinančnej operácie.



## OPERÁCIE NA VOĽNOM THRU PODĽA MENY

Operácie v EUR

Typ operácie <sup>1)</sup>	Dĺžka trvania (počet dní)	Dátum vyrovnania	Objem pridelenia <sup>2)</sup> (mld. €)	Celkový objem ponúk <sup>2)</sup> (mld. €)	Hraničná sadzba (%)	Vážená priemerná sadzba (%)	Pevná sadzba (%)	Počet účastníkov	Pomer krytia ponúk
FTO	1	2. jan. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTO	1	3. jan. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
MRO	5	4. jan. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
MRO	7	9. jan. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTO	1	15. jan. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
MRO	7	16. jan. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
MRO	7	23. jan. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
MRO	7	30. jan. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LTRO	92	31. jan. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
MRO	7	6. feb. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTO	1	12. feb. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
MRO	7	13. feb. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
MRO	7	20. feb. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
SLTRO	91	21. feb. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
MRO	7	27. feb. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LTRO	91	28. feb. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
MRO	7	5. mar. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTO	1	11. mar. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
MRO	7	12. mar. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
SLTRO	91	13. mar. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
MRO	7	19. mar. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTO	5	20. mar. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
MRO	7	26. mar. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LTRO	91	27. mar. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTO	1	31. mar. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
MRO	7	2. apr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
SLTRO	189	3. apr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
MRO	7	9. apr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTO	1	15. apr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
MRO	7	16. apr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
MRO	7	23. apr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
MRO	7	30. apr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LTRO	90	2. máj 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
MRO	7	7. máj 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTO	1	13. máj 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
MRO	7	14. máj 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
MRO	7	21. máj 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
SLTRO	84	22. máj 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
MRO	7	28. máj 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LTRO	91	29. máj 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
MRO	7	4. jún 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTO	1	10. jún 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
MRO	7	11. jún 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
SLTRO	91	12. jún 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
MRO	7	18. jún 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
MRO	7	25. jún 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LTRO	91	26. jún 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
MRO	7	2. júl 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTO	1	8. júl 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
MRO	7	9. júl 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
SLTRO	182	10. júl 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
MRO	7	16. júl 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
MRO	7	23. júl 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
MRO	7	30. júl 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LTRO	91	31. júl 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
MRO	7	6. aug. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
FTO	1	12. aug. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
MRO	7	13. aug. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33

1) MRO = hlavná refinančná operácia, LTRO = dlhodobjšia refinančná operácia, SLTRO = dodatočná dlhodobjšia refinančná operácia, STRO = refinančná operácia so špeciálnou dĺžkou trvania.

2) Kladné čísla v prípade operácií na dodanie likvidity; záporné čísla v prípade operácií na stiahnutie likvidity.

Operácie v EUR

Typ operácie <sup>1)</sup>	Dĺžka trvania (počet dní)	Dátum vyrovnania	Objem pridelenia <sup>2)</sup> (mld. €)	Celkový objem ponúk <sup>2)</sup> (mld. €)	Hraničná sadzba (%)	Vážená priemerná sadzba (%)	Pevná sadzba (%)	Počet účastníkov	Pomer krytia ponúk
SLTRO	91	14. aug. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
MRO	7	20. aug. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
MRO	7	27. aug. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LTRO	91	28. aug. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
MRO	7	3. sep. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTO	1	9. sep. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
MRO	7	10. sep. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
SLTRO	91	11. sep. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTO	1	15. sep. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTO	1	16. sep. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
MRO	7	17. sep. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTO	1	18. sep. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
MRO	7	24. sep. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTO	1	24. sep. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LTRO	84	25. sep. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	30. sep. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
MRO	7	1. okt. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTO	1	1. okt. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTO	1	2. okt. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTO	3	3. okt. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTO	1	6. okt. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTO	1	7. okt. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
MRO	7	8. okt. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
SLTRO	182	9. okt. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTO	6	9. okt. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
MRO	7	15. okt. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
MRO	7	22. okt. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
MRO	7	29. okt. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LTRO	91	30. okt. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
MRO	7	5. nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	7. nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTO	1	11. nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
MRO	7	12. nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
SLTRO	91	13. nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
SLTRO	182	13. nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
MRO	7	19. nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
MRO	7	26. nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LTRO	91	27. nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
MRO	7	3. dec. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTO	1	9. dec. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
MRO	7	10. dec. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	10. dec. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
SLTRO	91	11. dec. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
SLTRO	182	11. dec. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
MRO	6	17. dec. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LTRO	98	18. dec. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
MRO	7	23. dec. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
MRO	7	30. dec. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) MRO = hlavná refinančná operácia, LTRO = dlhodobější refinančná operácia, SLTRO = dodatočná dlhodobější refinančná operácia, STRO = refinančná operácia so špeciálnou dĺžkou trvania.

2) Kladné čísla v prípade operácií na dodanie likvidity; záporné čísla v prípade operácií na stiahnutie likvidity.

## Operácie v USD

Typ transakcie <sup>1)</sup>	Dátum vyrovnania	Dĺžka trvania (počet dní)	Objem pridelenia (mld. \$)	Hraničná sadzba (%)	Pevná sadzba (%) (RT) / Pevné swapové body (FX)	Celkový objem ponúk (mld. €)	Počet účastníkov	Pomer krytia ponúk
RT	17. jan. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
RT	31. jan. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
RT	27. mar. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
RT	10. apr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
RT	24. apr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
RT	8. máj 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
RT	22. máj 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
RT	5. jún 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
RT	19. jún 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
RT	3. júl 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
RT	17. júl 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
RT	31. júl 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
RT	14. aug. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
RT	14. aug. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
RT	28. aug. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
RT	11. sep. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
RT	11. sep. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
RT	18. sep. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
RT	19. sep. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
RT	22. sep. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
RT	23. sep. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
RT	24. sep. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
RT	25. sep. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
RT	25. sep. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
RT	26. sep. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
RT	26. sep. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
RT	29. sep. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
RT	30. sep. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
RT	30. sep. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
RT	1. okt. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
RT	2. okt. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
RT	3. okt. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
RT	6. okt. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
RT	7. okt. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
RT	8. okt. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	9. okt. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
RT	9. okt. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
RT	10. okt. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
RT	14. okt. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
RT	15. okt. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
RT	16. okt. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23. okt. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
RT	23. okt. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23. okt. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
RT	23. okt. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30. okt. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
RT	30. okt. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6. nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
RT	6. nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6. nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
RT	6. nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	13. nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
RT	13. nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20. nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
RT	20. nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20. nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
RT	20. nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
FX	28. nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00

1) RT = reverzný obchod, FX = menový swap

#### Operácie v USD

Typ transakcie <sup>1)</sup>	Dátum vyrovnania	Dĺžka trvania (počet dní)	Objem pridelenia (mld. \$)	Hraničná sadzba (%)	Pevná sadzba (%) (RT) / Pevné swapové body (FX)	Celkový objem ponúk (mld. €)	Počet účastníkov	Pomer krytia ponúk
RT	28. nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
FX	4. dec. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
RT	4. dec. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4. dec. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
RT	4. dec. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11. dec. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
RT	11. dec. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18. dec. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
RT	18. dec. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18. dec. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
RT	18. dec. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23. dec. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
RT	23. dec. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30. dec. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
RT	30. dec. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) RT = reverzný obchod, FX = menový swap

#### Operácie v CHF

Typ transakcie <sup>1)</sup>	Dátum vyrovnania	Dĺžka trvania (počet dní)	Objem pridelenia (mld. €)	Hraničná sadzba (%)	Pevné swapové body	Celkový objem ponúk (mld. €)	Počet účastníkov	Pomer krytia ponúk
FX	22. okt. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29. okt. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5. nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7. nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12. nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19. nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21. nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26. nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3. dec. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5. dec. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10. dec. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17. dec. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19. dec. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23. dec. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30. dec. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = menový swap

# PUBLIKÁCIE EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY OD ROKU 2008

Zoznam obsahuje vybrané publikácie Európskej centrálnej banky vydané od januára 2008. V časti „Working Papers“ sú v zozname uvedené iba publikácie vydané od decembra 2008 do februára 2009. Záujemcom sa publikácie spravidla poskytujú zdarma. Písomné objednávky posielajte na adresu [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Úplný zoznam publikácií Európskej centrálnej banky a Európskeho menového inštitútu je k dispozícii na internetovej stránke ECB (<http://www.ecb.europa.eu>).

## VÝROČNÁ SPRÁVA

„Výročná správa 2007“, apríl 2008.

## KONVERGENČNÁ SPRÁVA

„Konvergenčná správa máj 2008“.

## MESAČNÝ BULLETIN – MIMORIADNE VYDANIE

„10 výročie ECB, 1998 – 2008“, máj 2008

## ČLÁNKY PUBLIKOVANÉ V MESAČNOM BULLETIME

„Productivity developments and monetary policy“, január 2008.

„Globalisation, trade and the euro area macroeconomy“, január 2008.

„The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves“, január 2008.

„The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective“, február 2008.

„Securitisation in the euro area“, február 2008.

„The new euro area yield curves“, február 2008.

„Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions“, apríl 2008.

„Short-term forecasts of economic activity in the euro area“, apríl 2008.

„Developments in the EU arrangements for financial stability“, apríl 2008.

„Price stability and growth“, máj 2008.

„The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility“, máj 2008.

„One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU“, júl 2008.

„Euro area trade in services: some key stylised facts“, júl 2008.

„The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions“, júl 2008.

„The external dimension of monetary analysis“, august 2008.

„The role of banks in the monetary policy transmission mechanism“, august 2008.

„Ten years of the Stability and Growth Pact“, október 2008.

„Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors“, október 2008.

„Monitoring labour cost developments across euro area countries“, november 2008.

„Valuing stock markets and the equity risk premium“, november 2008.

„Ten years of TARGET and the launch of TARGET2“, november 2008.

„Housing wealth and private consumption in the euro area“, január 2009.

„Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets“, január 2009.

„New survey evidence on wage setting in Europe“, február 2009.

„Assessing global trends in protectionism“, február 2009.

## STATISTICS POCKET BOOK

Vydávané mesačne od augusta 2003.

## LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 6 „The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law“, jún 2008.
- 7 „Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects“ by P. Athanassiou and N. Max-Guix, júl 2008.

## OCCASSIONAL PAPER SERIES

- 78 „A framework for assessing global imbalances“ by T. Bracke, M. Bussiĉre, M. Fidora and R. Straub, január 2008.
- 79 „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues“ by P. Moutot, A. Jung and F. P. Mongelli, január 2008.
- 80 „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?“ by M. Bussiĉre and A. Mehl, január 2008.
- 81 „Measuring financial integration in new EU Member States“ by M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis and S. Manganelli, marec 2008.
- 82 „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation“ by L. Cappiello and G. Ferrucci, marec 2008.
- 83 „The predictability of monetary policy“ by T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch and J. Turunen, marec 2008.
- 84 „Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise“ by G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk and C. Van Nieuwenhuyze, máj 2008.
- 85 „Benchmarking the Lisbon strategy“ by D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca and W. Coussens, jún 2008.
- 86 „Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach“ by M. M. Borys, É. K. Polgár and A. Zlate, jún 2008.
- 87 „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“, by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, jún 2008.
- 88 „Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia“ by S. Herrmann and A. Winkler, jún 2008.
- 89 „An analysis of youth unemployment in the euro area“ by R. Gomez-Salvador and N. Leiner-Killinger, jún 2008.
- 90 „Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts“ by M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi and N. Vidalis, júl 2008.
- 91 „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets“ by R. Beck and M. Fidora, júl 2008.
- 92 „The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy“ by M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf and D. Peschel, júl 2008.
- 93 „Russia, EU enlargement and the euro“ by Z. Polański and A. Winkler, august 2008.
- 94 „The changing role of the exchange rate in a globalised economy“ by F. di Mauro, R. Ruffer and I. Bunda, september 2008.

- 95 „Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems“ by the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, september 2008.
- 96 „The monetary presentation of the euro area balance of payments“ by L. Bê Duc, F. májerlen and P. Sola, september 2008.
- 97 „Globalisation and the competitiveness of the euro area“ by F. di Mauro and K. Forster, september 2008.
- 98 „Will oil prices decline over the long run?“ by R. Kaufmann, P. Karadeloglou and F. di Mauro, október 2008.
- 99 „The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches“ by A. M. Agresti, P. Baudino and P. Poloni, november 2008.
- 100 „Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use“ by the Eurosystem Household Finance and Consumption Network, január 2009.

#### RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin, No 7, jún 2008.

#### WORKING PAPER SERIES

- 973 „Do China and oil exporters influence major currency configurations?“ by M. Fratzscher and A. Mehl, december 2008.
- 974 „Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan“ by P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou and M. Ward-Warmedinger, december 2008.
- 975 „Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side“ by E. Hahn and F. Skudelny, december 2008.
- 976 „The term structure of interest rates across frequencies“ by K. Assenmacher-Wesche and S. Gerlach, december 2008.
- 977 „Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates“ by M. Guidolin and D. L. Thornton, december 2008.
- 978 „Measuring monetary policy expectations from financial market instruments“ by M. Joyce, J. Relleen and S. Sorensen, december 2008.
- 979 „Futures contract rates as monetary policy forecasts“ by G. Ferrero and A. Nobili, december 2008.
- 980 „Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan“ by T. Nagano and N. Baba, december 2008.
- 981 „Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?“ by T. Välimäki, december 2008.
- 982 „Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market“ by N. Cassola and C. Morana, december 2008.
- 983 „What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?“ by T. Linzert and S. Schmidt, december 2008.
- 984 „The daily and policy-relevant liquidity effects“ by D. L. Thornton, december 2008.
- 985 „Portuguese banks in the euro area market for daily funds“ by L. Farinha and V. Gaspar, december 2008.
- 986 „The topology of the federal funds market“ by M. L. Bech and E. Atalay, december 2008.
- 987 „Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update“ by J. Idier and S. Nardelli, december 2008.
- 988 „The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform“ by R. Beaupain and A. Durré, december 2008.

- 989 „Modelling loans to non-financial corporations in the euro area“ by C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez and C. Rossi, január 2009.
- 990 „Fiscal policy, housing and stock prices“ by A. Afonso and R. M. Sousa, január 2009.
- 991 „The macroeconomic effects of fiscal policy“ by A. Afonso and R. M. Sousa, január 2009.
- 992 „FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation“ by M. Bijsterbosch and M. Kolasa, január 2009.
- 993 „Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table“ by G. Pula and T. A. Peltonen, január 2009.
- 994 „Fiscal sustainability and policy implications for the euro area“ by F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer and P. Tommasino, január 2009.
- 995 „Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?“ by M. Ca’ Zorzi, A. Chudik and A. Dieppe, január 2009.
- 996 „What drives euro area break-even inflation rates?“ by M. Ciccarelli and J. A. García, január 2009.
- 997 „Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations“ by C. Coluzzi, A. Ferrando and C. Martínez-Carrascal, január 2009.
- 998 „Infinite-dimensional VARs and factor models“ by A. Chudik and M. H. Pesaran, január 2009.
- 999 „Risk-adjusted forecasts of oil prices“ by P. Pagano and M. Pisani, január 2009.
- 1000 „Wealth effects in emerging market economies“ by T. A. Peltonen, R. M. Sousa and I. S. Vansteenkiste, január 2009.
- 1001 „Identifying the elasticity of substitution with biased technical change“ by M. A. León-Ledesma, P. McAdam and A. Willman, január 2009.
- 1002 „Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks“ by O. Castrén, T. Fitzpatrick and M. Sydow, február 2009.
- 1003 „Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains“ by J. Messina, C. Strozzi and J. Turunen, február 2009.
- 1004 „Characterising the inflation-targeting regime in South Korea“ by M. Sánchez, február 2009.
- 1005 „Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries“ by F. Rumler and J. Scharler, február 2009.
- 1006 „Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition“ by P. Du Caju, C. Fuss and L. Wintr, február 2009.
- 1007 „Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation“ by G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens and R. Wouters, február 2009.
- 1008 „Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions“ by K. Nikolaou, február 2009.
- 1009 „Optimal sticky prices under rational inattention“ by B. Maćkowiak and M. Wiederholt, február 2009.
- 1010 „Business cycles in the euro area“ by D. Giannone, M. Lenza and L. Reichlin, február 2009.
- 1011 „The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves“ by S. Eickmeier and K. Moll, február 2009.
- 1012 „Petrodollars and imports of oil-exporting countries“ by R. Beck and A. Kamps, február 2009.
- 1013 „Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect“ by A. Beyer, A. Haug and B. Dewald, február 2009.
- 1014 „Asset prices and current account fluctuations in G7 economies“ by M. Fratzscher and R. Straub, február 2009.
- 1015 „Inflation forecasting in the new EU Member States“ by O. Arratibel, C. Kamps and N. Leiner-Killinger, február 2009.



## OSTATNÉ PUBLIKÁCIE

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union“, január 2008 (iba online).
- „Oversight framework for card payment schemes – standards“, január 2008 (iba online).
- „The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006“, február 2008.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, marec 2008 (iba online).
- „ECB statistics quality framework (SQF)“, apríl 2008 (iba online).
- „Quality assurance procedures within the ECB statistical function“, apríl 2008 (iba online).
- „ECB statistics – an overview“, apríl 2008 (iba online).
- „TARGET Annual Report 2007“, apríl 2008 (iba online).
- „Financial integration in Europe“, apríl 2008.
- „Financial Stability Review“, jún 2008.
- „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“, jún 2008.
- „The international role of the euro“, júl 2008 (iba online).
- „Payment systems and market infrastructure oversight report“, júl 2008 (iba online).
- „Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament“, júl 2008 (iba online).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, júl 2008 (iba online).
- „Legal framework of the Eurosystem and the ESCB – ECB legal acts and instruments“, júl 2008.
- „CCBM2 User Requirements 4.1“, júl 2008 (iba online).
- „Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 júl 2007“, september 2008.
- „New procedure for constructing ECB staff projection ranges“, september 2008 (iba online).
- „Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation“, september 2008 (iba online).
- „Euro money market survey“, september 2008 (iba online).
- „EU banking structures“, október 2008 (iba online).
- „Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament“, október 2008 (iba online).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, október 2008 (iba online).
- „A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 apríl 2008“, november 2008.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, november 2008.
- „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’“, november 2008 (iba online).
- „Single Euro Payments Area – sixth progress report“, november 2008 (iba online).
- „EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans“, november 2008 (iba online).
- „Government finance statistics guide“, december 2008 (iba online).
- „Financial Stability Review“, december 2008.
- „Covered bonds in the EU financial system“, december 2008 (iba online).
- „The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model“, december 2008 (iba online).
- „Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations“, december 2008 (iba online).

„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt“, december 2008 (iba online).

„Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures“, december 2008 (iba online).

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties“, december 2008 (iba online).

„Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament“, január 2009 (iba online).

„Euro money market study 2008“, február 2009 (iba online).

„Eurosystem oversight policy framework“, február 2009 (iba online).

„Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments“, február 2009 (iba online).

„European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution“, február 2009 (iba online).

#### **INFORMAČNÉ BROŽÚRY**

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks“, 2nd edition, apríl 2008.

„Price stability – why is it important for you?“, jún 2008.

„A single currency – an integrated market infrastructure“, september 2008.

## SLOVNÍK POJMOV

*Slovník obsahuje vybrané termíny použité vo výročnej správe. Komplexnejší a podrobnejší slovník je uverejnený na internetovej stránke ECB.*

**Akciový trh [Equity market]:** trh, na ktorom sa vydávajú **majetkové cenné papiere (akcie)** a obchoduje sa s nimi.

**Automatické operácie [Standing facility]:** operácie centrálnej banky, ktoré majú **zmluvné strany** trvalo k dispozícii na požiadanie. **Eurosystem** ponúka dve jednodňové operácie: **jednodňovú refinančnú operáciu a jednodňovú sterilizačnú operáciu**.

**Cenová stabilita [Price stability]:** udržiavanie cenovej stability je hlavným cieľom **Eurosystemu**. **Rada guvernérov** definuje cenovú stabilitu ako medziročný nárast **harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny** pod úrovňou 2 %. Súčasne Rada guvernérov spresnila, že pri zabezpečovaní cenovej stability je cieľom udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte pod úrovňou 2 %, ale blízko tejto hodnoty.

**Centrálna zmluvná strana [Central counterparty]:** subjekt, ktorý vstupuje medzi **zmluvné strany** obchodov a pre každého predávajúceho predstavuje kupujúceho a pre každého kupujúceho predávajúceho.

**Centrálny depozitár cenných papierov (CDCP) [Central securities depository (CSD)]:** subjekt, ktorý vedie a spravuje cenné papiere a umožňuje účtovné spracovanie transakcií s nimi. Cenné papiere môžu byť vedené v listinnej (ale v rámci evidencie imobilizovanej) podobe alebo v dematerializovanej podobe (t. j. existujú len ako elektronické záznamy). Okrem funkcie miesta bezpečného uloženia a správy cenných papierov môže CDCP vykonávať funkcie vyrovnania a zúčtovania.

**Čisté zahraničné aktíva PFI [MFI net external assets]:** zahraničné aktíva sektora **PFI eurozóny** (napr. zlato, bankovky a mince v cudzích menách, cenné papiere emitované nerezidentmi eurozóny a úvery poskytnuté nerezidentom eurozóny) po odpočítaní zahraničných pasív tohto sektora (napríklad vkladov, **repo obchodov**, podielov/akcií podielových fondov **peňažného trhu** a **dlhových cenných papierov** vydaných PFI so splatnosťou do dvoch rokov vrátane v držbe nerezidentov eurozóny).

**Devízový swap [Foreign exchange swap]:** súčasná spotová a forwardová operácia predaja/nákupu jednej meny za druhú menu.

**Dlhodobjšia refinančná operácia [Longer-term refinancing operation]:** pravidelná **operácia na voľnom trhu** vo forme **reverzného obchodu** vykonávaná **Eurosystemom**. Takéto operácie sa vykonávajú vo forme mesačných štandardných tendrov a v bežnom prípade majú splatnosť tri mesiace.

**Dlhodobjšie finančné pasíva PFI [MFI longer-term financial liabilities]:** vklady s dohodnutou splatnosťou nad dva roky, vklady s výpovednou lehotou nad tri mesiace, **dlhové cenné papiere** vydané **PFI eurozóny** s pôvodnou lehotou splatnosti nad dva roky a vlastné imanie a rezervy sektora PFI eurozóny.

**Dlhový cenný papier [Debt security]:** záväzok emitenta (dlžníka) zaplatiť majiteľovi cenného papiera (veriteľovi) jednu alebo viac platieb v určitom termíne, resp. termínoch. Spravidla má

stanovenú konkrétnu úrokovú sadzbu (kupón), prípadne sa predáva s diskontom, ktorý sa vypláti v čase splatnosti. Dlhové cenné papiere s pôvodnou dobou splatnosti nad jeden rok sa klasifikujú ako dlhodobé.

**Dohoda o spätnom odkúpení [Repurchase agreement]:** dohoda, pri ktorej sa predáva aktívum, pričom predávajúci získava súčasne právo a povinnosť jeho spätného odkúpenia za stanovenú cenu k budúcemu dátumu alebo na výzvu. Táto dohoda sa podobá kolateralizovanému úveru s tým rozdielom, že predávajúci si nezachováva vlastníctvo cenných papierov.

**Dolaďovacia operácia [Fine-tuning operation]:** operácia na voľnom trhu, ktorú Eurosystem vykonáva preto, aby sa vysporiadal s neočakávanými výkyvmi likvidity na trhu. Periodicita a splatnosť dolaďovacích operácií nie sú standardizované.

**Efektívny výmenný kurz eura (nominálny/reálny EER) [Effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)]:** vážený priemer bilaterálnych výmenných kurzov eura voči menám hlavných obchodných partnerov **eurozóny**. ECB uverejňuje nominálne indexy EER eura voči menám dvoch skupín obchodných partnerov: EER-21 (kam patrí 11 členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny a 10 hlavných obchodných partnerov mimo EÚ) a EER-41 (skladá sa z krajín EER-21 a z ďalších 20 krajín). Použité váhy vyjadrujú podiel jednotlivých partnerských krajín na zahraničnom obchode eurozóny so zohľadnením hospodárskej súťaže na tretích trhoch. Reálne EER sú nominálne EER deflované váženým priemerom pomerov zahraničných cien alebo nákladov k domácim. Sú mierou cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti.

**Ekonomická analýza [Economic analysis]:** jeden z pilierov **Európskej centrálnej banky** pri vykonávaní súhrnných analýz rizík **cenovej stability**, ktoré sú východiskom pre menovopolitické rozhodnutia **Rady guvernérov**. Ekonomická analýza sa zameriava najmä na hodnotenie súčasného hospodárskeho a finančného vývoja a odvodených krátko- až strednodobých rizík cenovej stability z perspektívy vzájomného pôsobenia medzi ponukou a dopytom v oblasti tovarov a služieb a na trhu výrobných prostriedkov v uvedených časových horizontoch. Z tohto pohľadu sa venuje náležitá pozornosť potrebe identifikovať charakter šokov ovplyvňujúcich ekonomiku, ich dosahu na správanie sa v nákladovej oblasti a pri stanovovaní cien, ako aj krátko- až strednodobému výhľadu dosahu týchto šokov na ekonomiku (pozri tiež **Menová analýza**).

**EONIA [Euro overnight index average]:** je vyjadrením aktuálnej úrokovej miery obchodov s jednoduchými eurovými depozitmi na medzibankovom trhu. Určuje sa ako vážený priemer úrokových mier z nezabezpečených jednoduchých úverových obchodov v eurách oznamovaných skupinou referenčných bánk.

**ERM II (mechanizmus výmenných kurzov II) [ERM II (Exchange rate mechanism II)]:** mechanizmus výmenných kurzov, ktorý predstavuje rámec spolupráce v oblasti kurzovej politiky medzi krajinami **eurozóny** a členskými štátmi EÚ nepatriacimi do eurozóny. ERM II je multilaterálny systém s pevne stanovenými **centrálnymi paritami**, ktoré však možno upraviť, a štandardným flukтуаčným pásmom  $\pm 15\%$ . Rozhodnutia týkajúce sa centrálnych parít a prípadne užších flukтуаčných pásiem sa prijímajú na základe vzájomnej dohody medzi príslušným členským štátom EÚ, krajinami eurozóny, **ECB** a ostatnými členskými štátmi EÚ zapojenými do mechanizmu. Všetci účastníci ERM II vrátane ECB majú právo iniciovať dôverný postup s cieľom zmeniť centrálnu paritu (**zmena centrálnej parity**).

**EURIBOR (Euro interbank offered rate):** úroková miera, za ktorú je referenčná banka ochotná požičať prostriedky v eurách inej referenčnej banke; počíta sa denne pre medzibankové depozity s rôznymi splatnosťami až po 12 mesiacov.

**Európska centrálna banka (ECB) [European Central Bank]:** ECB je jadrom **Eurosystemu** a **Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB)** a podľa **zmluvy** (článok 107 ods. 2) má vlastnú právnu subjektivitu. Zabezpečuje, aby sa v súlade so Štatútom ESCB úlohy zverené Eurosystemu a ESCB uskutočňovali buď jej vlastnou činnosťou, alebo činnosťou NCB. Riadiacimi orgánmi ECB sú **Rada guvernérov** a **Výkonná rada**; tretím rozhodovacím orgánom je **Generálna rada**.

**Európsky menový inštitút (EMI) [European Monetary Institute]:** inštitúcia dočasne zriadená na začiatku druhej etapy **Hospodárskej a menovej únie (HMÚ)** 1. januára 1994. Zanikol so zriadením **Európskej centrálnej banky** dňa 1. júna 1998.

**Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) [European System of Central Banks]:** skladá sa z **ECB** a NCB všetkých 27 členských štátov, t. j. okrem členov **Eurosystemu** tam patria aj NCB členských štátov, ktoré ešte euro neprijali. ESCB riadi **Rada guvernérov** ECB a **Výkonná rada** ECB; tretím rozhodovacím orgánom ECB je **Generálna rada**.

**Európsky systém účtov 1995 (ESA 95) [European System of Accounts]:** ucelený integrovaný systém makroekonomických účtov, založený na súbore medzinárodne uznávaných štatistických pojmov, definícií, klasifikácií a účtovných pravidiel, ktorých cieľom je poskytnúť harmonizovaný kvantitatívny prehľad o ekonomike členských štátov EÚ. Systém ESA 95 je pre Európske spoločenstvo obdobou svetového Systému národných účtov 1993 (SNA 93).

**Eurosystem [Eurosistem]:** systém centrálnych bánk **eurozóny**. Zahŕňa **ECB** a NCB členských štátov, ktoré prijali euro.

**Eurozóna [Euro area]:** regionálna oblasť, do ktorej patria členské štáty, ktoré v súlade so **zmluvou** prijali euro ako jednotnú menu a v ktorej za výkon jednotnej menovej politiky zodpovedá **Rada guvernérov Európskej centrálnej banky**. V súčasnosti do eurozóny patrí Belgicko, Nemecko, Írsko, Grécko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Cyprus, Luxembursko, Malta, Holandsko, Rakúsko, Portugalsko, Slovinsko, Slovensko a Fínsko.

**Finančná stabilita [Financial stability]:** stav, v ktorom je finančný systém (pozostávajúci z finančných sprostredkovateľov, trhov a trhových infraštruktúr) schopný odolávať šokom a vyrovnať finančné nerovnováhy, a tým znižuje pravdepodobnosť výskytu porúch procesu finančného sprostredkovania, ktoré sú dostatočne vážne na to, aby podstatne narušili umiestňovanie úspor do výnosných investičných príležitostí.

**Finančný deficit nefinančných spoločností [Financing gap of non-financial corporations]:** finančný deficit vo všeobecnosti možno definovať ako rozdiel medzi podnikovými úsporami (z nerozdeleného zisku a odpisov) a nefinančnými investíciami nefinančných spoločností. Finančný deficit možno tiež definovať na základe finančných účtov ako rozdiel medzi čistým nadobudnutím finančných aktív a čistými vzniknutými záväzkami nefinančných spoločností. V dôsledku rozdielov v štatistických údajoch, z ktorých sú tieto ukazovatele odvodené, sú medzi nimi štatistické odchýlky.

**Generálna rada [General Council]:** jeden z rozhodovacích orgánov **ECB**. Jej členmi sú prezident a viceprezident ECB a guvernéri všetkých NCB **Európskeho systému centrálnych bánk**.

**Harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP) [Harmonised Index of Consumer Prices]:** index vývoja spotrebiteľských cien zostavený Eurostatom a harmonizovaný pre všetky členské štáty EÚ.

**Hlavná refinančná operácia [Main refinancing operation]:** pravidelná **operácia na voľnom trhu** vo forme **reverzného obchodu** vykonávaná **Eurosystemom**. Tieto operácie sa vykonávajú prostredníctvom týždenných štandardných tendrov a v bežnom prípade majú splatnosť jeden týždeň.

**Hospodárska a menová únia (HMÚ) [Economic and Monetary Union (EMU)]:** proces, ktorý viedol k jednotnej mene, euru a k jednotnej menovej politike v **eurozóne**, ako aj ku koordinácii hospodárskych politík členských štátov EÚ. Tento proces, ako ustanovuje **zmluva**, sa uskutočnil v troch etapách. Tretia, záverečná etapa sa začala 1. januára 1999 presunom kompetencií v menovej oblasti na **Európsku centrálnu banku** a zavedením eura. Proces vytvárania HMÚ sa zavŕšil uvedením eura do hotovostného obehu 1. januára 2002.

**Hospodársky a finančný výbor [Economic and Financial Committee (EFC)]:** konzultačný orgán Spoločenstva, ktorý prispieva k práci **Rady ECOFIN** a Európskej komisie. K jeho úlohám patrí sledovanie hospodárskej a finančnej situácie členských štátov a Spoločenstva a rozpočtový dohľad.

**Hrubý prevádzkový prebytok [Gross operating surplus]:** prebytok (alebo deficit) hodnoty všetkých produkčných činností po odpočítaní nákladov na medzispotrebu, odmeny zamestnancom a daní (znížených o produkčné subvencie), avšak bez zohľadnenia platieb a príjmov z pôžičiek/prenájmu alebo z vlastníctva finančných a neprodukovaných aktív.

**Implikovaná volatilita [Implied volatility]:** očakávaná volatilita (t. j. štandardná odchýlka) miery zmeny ceny aktíva (napríklad dlhopisu alebo akcie). Dá sa odvodiť z ceny aktíva, dátumu splatnosti a z realizačnej ceny **opcií** na toto aktívum, ako aj z bezrizikovej miery návratnosti pomocou modelu oceňovania opcií (napríklad Blackovho-Scholesovho modelu).

**Jednodňová refinančná operácia [Marginal lending facility]:** **automatická operácia Eurosystemu**, ktorú môžu **zmluvné strany** využívať na získanie jednodňového úveru od NCB za vopred stanovenú úrokovú sadzbu proti založeniu akceptovateľných aktív (pozri tiež **Kľúčové úrokové sadzby ECB**).

**Jednodňová sterilizačná operácia [Deposit facility]:** **automatická operácia Eurosystemu**, ktorú môžu **zmluvné strany** využívať na uloženie jednodňových vkladov v národnej centrálnej banke, úročených vopred stanovenou úrokovou sadzbou (pozri tiež **Kľúčové úrokové sadzby ECB**).

**Kandidátske krajiny [Candidate countries]:** krajiny, ktorých žiadosť o členstvo v EÚ už bola prijatá. Dňa 3. októbra 2005 sa začali rokovania o pristúpení s Chorvátskom a Tureckom, rokovania s Bývalou juhoslovenskou republikou Macedónskom sa zatiaľ nezačali.

**Kľúčové úrokové sadzby ECB [Key ECB interest rates]:** úrokové sadzby určené **Radou guvernérov**, ktoré vyjadrujú nastavenie menovej politiky **Európskej centrálnej banky**. Sú to

sadzby pre **hlavné refinančné operácie**, **jednodňové refinančné operácie** a pre **jednodňové sterilizačné operácie**.

**Kolaterál [Collateral]:** aktíva dané do zálohu (napríklad uložené **úverovými inštitúciami** v centrálnej banke) ako záruka vrátenia pôžičiek, ako aj aktíva predané (napríklad centrálnej banke úverovými inštitúciami) v rámci **dohôd o spätnom odkúpení**.

**Konsolidovaná bilancia sektora PFI [Consolidated balance sheet of the MFI sector]:** bilancia získaná z agregovanej bilancie vylúčením vzájomných vzťahov **PFI** (napr. medzibankových úverov a vkladov). Podáva štatistické informácie o aktívach a pasívach sektora PFI voči rezidentom **eurozóny** nepatriacim do tohto sektora (**verejná správa** a ostatní rezidenti eurozóny) a nerezidentom eurozóny. Je hlavným štatistickým zdrojom pre výpočet menových agregátov a základom pre pravidelné analýzy protipoložiek **M3**.

**Lisabonská stratégia [Lisbon strategy]:** program komplexných štrukturálnych reforiem zameraných na transformáciu EÚ na „najdynamickejšie sa rozvíjajúcu ekonomiku sveta založenú na vedomostiach s najvyššou mierou konkurencieschopnosti“, prijatý v roku 2000 na zasadnutí Európskej rady v Lisabone.

**Majetkové cenné papiere (akcie) [Equities]:** cenné papiere reprezentujúce vlastnícky podiel v spoločnosti. Patria sem akcie obchodovateľné na burzách (kótované akcie), nekótované akcie a iné druhy akcií. Majetkové cenné papiere zvyčajne prinášajú príjem vo forme dividend.

**Medzinárodná investičná pozícia [International investment position (i.i.p.)]:** hodnota a štruktúra nesplatených čistých finančných pohľadávok (alebo záväzkov) krajiny voči zvyšku sveta.

**Menová analýza [Monetary analysis]:** jeden z pilierov **Európskej centrálnej banky** pri vykonávaní súhrnných analýz rizík **cenovej stability**, ktoré sú východiskom pre menovopolitické rozhodnutia **Rady guvernérov**. Menová analýza pomáha hodnotiť stredno- až dlhodobé inflačné trendy z pohľadu úzkeho vzťahu medzi peniazmi a cenami v dlhodobejšom výhľade. Menová analýza zohľadňuje vývoj viacerých menových ukazovateľov vrátane agregátu **M3**, jeho zložiek a protipoložiek, najmä úverov a rôznych ukazovateľov nadmernej likvidity (pozri tiež **Ekonomická analýza**).

**Menový príjem [Monetary income]:** príjem, ktorý vzniká NCB pri výkone menovej politiky **Eurosystemu**, odvodzovaný z aktív vyčlenených podľa usmernení **Rady guvernérov**, ktoré sú vedené ako protipoložky k bankovkám v obehú a záväzkom z vkladov **úverových inštitúcií**.

**Minimálna akceptovateľná sadzba [Minimum bid rate]:** dolný limit úrokových sadzieb, za ktoré môžu **zmluvné strany** predkladať ponuky do tendrov s pohyblivou úrokovou sadzbou.

**Model korešpondenčných centrálnych bánk (MKCB) [Correspondent central banking model (CCBM)]:** mechanizmus vytvorený **Eurosystemom** s cieľom umožniť **zmluvným stranám** využívať podkladové aktíva cezhranične. V MKCB konajú **národné centrálné banky** navzájom ako správcovia. Znamená to, že každá národná centrálna banka má v správe účet cenných papierov pre každú z ostatných národných centrálnych bánk (a pre **Európsku centrálnu banku**).

**M1:** úzky menový agregát. Zahŕňa obeživo a vklady splatné na požiadanie v **PFI** a v **ústrednej štátnej správe** (napr. na pošte alebo v štátnej pokladnici).

**M2:** širší menový agregát. Zahŕňa **M1** a vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov vrátane (krátkodobé úsporné vklady) a vklady s dohodnutou splatnosťou do dvoch rokov vrátane (krátkodobé termínované vklady) v **PFI** a v **ústrednej štátnej správe**.

**M3:** široký menový agregát. Zahŕňa **M2** a obchodovateľné nástroje, predovšetkým **dohody o spätnom odkúpení**, podiely/akcie podielových fondov **peňažného trhu** a **dlhové cenné papiere** vydané **PFI** so splatnosťou do dvoch rokov vrátane.

**Náklady nefinančných spoločností na externé financovanie (reálne)[Cost of external financing of non-financial corporations (real)]:** náklady nefinančných spoločností na získavanie nových prostriedkov z vonkajších zdrojov. V prípade nefinančných spoločností **eurozóny** sa vypočítavajú ako vážený priemer nákladov na bankové úvery, nákladov na **dlhové cenné papiere** a nákladov na základné imanie na základe aktuálneho stavu (upraveného o účinky precenenia) a po znížení o inflačné očakávania.

**Operácie na voľnom trhu [Open market operation]:** operácie uskutočňované z podnetu centrálnej banky na finančnom trhu. So zreteľom na účel, pravidelnosť a postupy môžu byť operácie **Eurosystemu** na voľnom trhu rozdelené do štyroch kategórií: **hlavné refinančné operácie**, **dlhodobejšie refinančné operácie**, **dolaďovacie operácie** a štrukturálne operácie. Čo sa týka použitých nástrojov, hlavným nástrojom Eurosystemu na voľnom trhu sú **reverzné obchody**, ktoré sa môžu využívať vo všetkých štyroch kategóriách operácií. Okrem toho sú pre štrukturálne operácie k dispozícii emisie dlhových certifikátov a priame obchody, zatiaľ čo na uskutočňovanie dolaďovacích operácií sú k dispozícii priame obchody, **devízové swapy** a prijímanie termínovaných vkladov.

**Opcia [Option]:** finančný nástroj, ktorý dáva jeho majiteľovi právo, nie však povinnosť, kúpiť alebo predáť určité aktíva (napr. dlhopisy alebo akcie) za vopred stanovenú cenu (realizačná cena) v určenom dni v budúcnosti alebo do takéhoto dňa (deň realizácie alebo splatnosti).

**Ostatní finanční sprostredkovatelia (OFS) [Other financial intermediary (OFI)]:** spoločnosti a podobné subjekty (okrem poisťovacích spoločností alebo penzijných fondov), ktorých predmetom činnosti je finančné sprostredkovanie realizované vstupovaním do záväzkov, ktoré nemajú formu peňazí, vkladov alebo blízkyh substitútov vkladov prijatých od inštitucionálnych subjektov iných ako **PFI**. Patria sem najmä spoločnosti, ktorých predmetom činnosti je predovšetkým dlhodobé financovanie, napríklad finančný lízing, držba sekuritizovaných aktív, ďalšie formy finančného holdingu, obchodovanie s cennými papiermi a derivátmi (na ich vlastný účet), rizikový kapitál a rozvojový kapitál.

**Pakt stability a rastu [Stability and Growth Pact]:** Tento pakt má slúžiť ako prostriedok na zabezpečenie zdravých vládnych financií v tretej etape **Hospodárskej a menovej únie** v záujme posilnenia priaznivých podmienok pre **cenovú stabilitu** a silný udržateľný rast vedúci k tvorbe pracovných miest. Na tento účel pakt vyžaduje, aby členské štáty špecifikovali svoje strednodobé rozpočtové ciele. Obsahuje tiež konkrétne vymedzenie **postupu pri nadmernom deficite**. Pakt pozostáva z rezolúcie amsterdamskej Európskej rady zo 17. júna 1997 o Pakte stability a rastu a z dvoch nariadení Rady, a to i) z nariadenia (ES) č. 1466/97 zo 7. júla o posilnení dozoru nad rozpočtovými pozíciami a o dozore a koordinácii hospodárskych politík zmenené a doplnené nariadením (ES) č. 1055/2005 z 27. júna 2005 a ii) z nariadenia (ES) č. 1467/97 zo 7. júla 1997 o urýchľovaní a objasňovaní vykonania postupu pri nadmernom deficite zmenené a doplnené nariadením (ES) 1056/2005 z 27. júna 2005. Pakt stability a rastu dopĺňa správa **Rady ECOFIN** s názvom „Zlepšenie implementácie Paktu stability a rastu“, ktorú schválila bruselská Európska rada 22. a 23. marca 2005. Dopĺňuje ho aj nový kódex správania



„Vyjasnenie implementácie Paktu stability a rastu a usmernenia o forme a obsahu programov stability a konvergenčných programov“, ktorý schválila Rada ECOFIN 11. októbra 2005.

**Peňažný trh [Money market]:** trh, na ktorom sa získavajú alebo investujú krátkodobé prostriedky alebo sa s nimi obchoduje prostredníctvom nástrojov s pôvodnou splatnosťou do jedného roku vrátane.

**Periódna udržiavania povinných minimálnych rezerv [Maintenance period]:** obdobie, za ktoré sa zisťuje, či **úverové inštitúcie** splnili povinnosti udržiavania **povinných minimálnych rezerv**. Udržiavacia periódna sa začína v deň vyrovnania prvej **hlavnej refinančnej operácie** nasledujúcej po zasadaní **Rady guvernérov**, na programe ktorého je pravidelné mesačné hodnotenie vývoja menovej politiky. **Európska centrálna banka** zverejňuje kalendár stanovených období najmenej tri mesiace pred začiatkom každého roka.

**PFI (peňažné finančné inštitúcie) [MFIs (monetary financial institutions)]:** finančné inštitúcie, ktoré tvoria sektor emisie/tvorby peňazí v **eurozóne**. Patrí k nim **Eurosystem**, rezidentské **úverové inštitúcie** (tak ako sú definované v právnych predpisoch Spoločenstva) a všetky ostatné rezidentské finančné inštitúcie, ktorých predmetom činnosti je prijímanie vkladov alebo iných návratných prostriedkov od subjektov iných ako PFI a poskytovanie úverov a investovanie do cenných papierov vo svojom mene a na svoj účet (prinajmenšom z ekonomického hľadiska). Posledná menovaná skupina pozostáva najmä z fondov **peňažného trhu**.

**Platobná bilancia [Balance of payments (b.o.p.)]:** štatistický výkaz, v ktorom sa súhrnne vykazujú transakcie krajiny voči zvyšku sveta v stanovenom období. Ide o transakcie v rámci obchodnej bilancie, bilancie služieb a bilancie výnosov, v rámci finančných pohľadávok a záväzkov voči zvyšku sveta a transakcie, ktoré sú klasifikované ako transfery (napr. odpustenie dlhu).

**Portfóliové investície [Portfolio investment]:** čisté transakcie a pozície v cenných papieroch rezidentov **eurozóny** vydaných nerezidentmi eurozóny („aktíva“) a čisté transakcie a pozície v cenných papieroch nerezidentov eurozóny vydaných rezidentmi eurozóny („pasíva“). Zahŕňajú majetkové cenné papiere a **dlhové cenné papiere** (dlhopisy, pokladničné poukážky a nástroje **peňažného trhu**) bez súm vykázaných v **priamych investíciách** a rezervných aktív.

**Postup pri nadmernom deficite [Excessive deficit procedure]:** ustanovenie článku 104 **zmluvy** a bližšie určené v Protokole č. 20 o postupe v prípade nadmerného deficitu, ktoré požadujú, aby členské štáty EÚ zachovávali rozpočtovú disciplínu, definujú pre rozpočtové pozície kritériá nadmerného deficitu a stanovujú kroky, ktoré sa majú podniknúť v prípade, ak sa zistí, že kritériá pre rozpočtový deficit alebo štátny dlh nie sú splnené. Článok 104 dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 1467/97 zo 7. júla 1997 o urýchľovaní a objasňovaní vykonania postupu pri nadmernom deficite (zmenené a doplnené nariadením Rady (ES) č. 1056/2005 z 27. júna 2005), ktoré je súčasťou **Paktu stability a rastu**.

**Povinné minimálne rezervy [Reserve requirement]:** minimálny objem rezerv **úverovej inštitúcie** povinne uložených v **Eurosysteme** počas vopred stanovenej udržiavacej periódy. Splnenie tejto požiadavky sa vyhodnocuje na základe priemeru denných zostatkov na účtoch rezerv počas **periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv**.

**Priame investície [Direct investment]:** cezhraničné investície určené na získanie dlhodobej účasti v podniku so sídlom v inom štáte (predpokladá sa majetková účasť zodpovedajúca najmenej 10 %

kmeňových akcií alebo hlasovacích práv). Zahŕňa majetkové cenné papiere, reinvestovaný zisk a ostatný kapitál spojený s medzipodnikovými operáciami.

**Priame spracovanie [Straight-through processing (STP)]:** automatizované spracovanie obchodov/platieb od začiatku až do konca, vrátane automatického generovania, potvrdenia, vyrovnania a zúčtovania.

**Primárne saldo [Primary balance]:** čistý úver prijatý alebo poskytnutý vládou bez započítania úrokov platených za konsolidované pasíva verejnej správy.

**Projekcie [Projections]:** výsledok prognostických činností vykonávaných štyrikrát za rok, projektujúci možný budúci makroekonomický vývoj v **eurozóne**. Projekcie odborníkov **Euro systému** sú uverejňované v júni a v decembri a projekcie odborníkov **Európskej centrálnej banky** v marci a v septembri. Sú súčasťou piliera **ekonomických analýz** stratégie menovej politiky ECB a jedným z viacerých vstupov pre hodnotenie rizík **cenovej stability Radou guvernérov**.

**Rada ECOFIN [ECOFIN Council]:** rokovanie Rady EÚ, na ktorom sa zúčastňujú ministri hospodárstva a ministri financií.

**Rada guvernérov [Governing Council]:** najvyšší rozhodovací orgán **Európskej centrálnej banky (ECB)**. Jeho členmi sú členovia **Výkonnej rady** ECB a guvernéri NCB členských štátov, ktoré prijali euro.

**Referenčná hodnota rastu M3 [Reference value for M3 growth]:** ročná miera rastu **M3** v strednodobom horizonte, konzistentná s udržiavaním **cenovej stability**. V súčasnosti sa referenčná hodnota ročnej miery rastu M3 rovná 4,5 %.

**Referenčné portfólio [Benchmark portfolio]:** vo vzťahu k investíciám je to referenčné portfólio alebo index konštruovaný na základe cieľov stanovených vo vzťahu k likvidite, rizikivosti a rentabilite investícií. Referenčné portfólio slúži ako báza na porovnanie výkonnosti daného portfólia.

**Reverzný obchod [Reverse transaction]:** operácia, prostredníctvom ktorej centrálna banka nakupuje alebo predáva aktíva formou **dohody o spätnom odkúpení** alebo uskutočňuje úverové operácie oproti **kolaterálu**.

**Riadenie organizácie [Corporate governance]:** postupy a spôsoby, ktorými je organizácia riadená a kontrolovaná. Štruktúra riadenia organizácie vymedzuje rozdelenie právomocí a zodpovednosti medzi jej rôznymi súčasťami – napríklad dozornou radou, predstavenstvom, akcionármi a inými zainteresovanými – a ustanovuje pravidlá a postupy, ktorými sa riadia rozhodovacie procesy.

**Riziko trhovej likvidity [Market liquidity risk]:** riziko, že transakcie na finančnom trhu sa nedajú uskutočniť alebo sa dajú uskutočniť za horších ako očakávaných podmienok v dôsledku nedostatočnej likvidity trhu alebo jeho poruchy.

**Riziko zúčtovania [Settlement risk]:** riziko, že zúčtovanie v prevodnom systéme sa neuskutoční podľa očakávaní, zvyčajne v dôsledku nesplatenia jedného alebo viacerých záväzkov. Toto riziko pozostáva najmä z operačného rizika, **úverového rizika** a rizika likvidity.

**Sadzba povinných minimálnych rezerv [Reserve ratio]:** sadzba stanovená centrálnou bankou pre každú kategóriu súvahových položiek zahrnutých do **základne na výpočet povinných minimálnych rezerv**. Sadzby sa používajú na výpočet **povinných minimálnych rezerv**.

**Sekuritizácia [Securitisation]:** združovanie finančných prostriedkov, ako napr. rezidenčných hypotekárnych úverov, a ich následný predaj účelovo vytvorenej inštitúcii, ktorá potom vydá cenné papiere s pevným výnosom na predaj investorom. Istina a úrok týchto cenných papierov závisia od toku hotovosti vytvoreného združenými podkladovými finančnými aktívami.

**Systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (RTGS) [Real-time gross settlement (RTGS) system]:** systém zúčtovania, v ktorom sa spracovanie a zúčtovanie uskutočňuje spôsobom pokyn po pokyne (bez vzájomného započítavania) v reálnom čase (priebežne) (pozri tiež **TARGET**).

**Systém zúčtovania cenných papierov [Securities settlement system (SSS)]:** systém, ktorý umožňuje držbu a prevody cenných papierov bez platby, oproti platbe (dodávka oproti platbe) alebo oproti iným aktívam (dodávka oproti dodávke). Zahŕňa všetky inštitucionálne a technické riešenia potrebné na zúčtovanie obchodov s cennými papiermi a ich úschovu. Takýto systém môže fungovať ako systém hrubého zúčtovania v reálnom čase, systém hrubého zúčtovania alebo systém čistého zúčtovania. Zúčtovací systém umožňuje kalkuláciu (klíring) záväzkov jeho účastníkov.

**Systémové riziko [Systemic risk]:** riziko, že neschopnosť jednej inštitúcie splatiť svoje záväzky v čase splatnosti spôsobí, že svoje záväzky v čase splatnosti nebudú schopné splatiť ani ostatné inštitúcie. Takáto neschopnosť môže spôsobiť závažné likviditné alebo úverové problémy a v konečnom dôsledku môže ohroziť stabilitu alebo dôveryhodnosť trhov.

**TARGET (Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase) [TARGET – Trans-European automated real-time Gross settlement Express Transfer system]:** systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase (RTGS) v eurách.

**TARGET2:** nová generácia systému **TARGET**, ktorá nahrádza predchádzajúcu decentralizovanú technickú štruktúru jednotnou zdieľanou platformou ponúkajúcou harmonizované služby s jednotným cenovým rámcom.

**Trh s dlhopismi [Bond market]:** trh, na ktorom sa vydávajú dlhodobejšie **dlhové cenné papiere** a obchoduje sa s nimi.

**Trhové riziko [Market risk]:** riziko straty (v súvahovej i nesúvahovej pozícii) vyplývajúce zo zmien trhových cien.

**Úrokové miery PFI [MFI interest rates]:** úrokové miery rezidentských **úverových inštitúcií** a ostatných **PFI** okrem centrálnych bánk a fondov **peňažného trhu** z eurových vkladov a úverov domácností a nefinančných spoločností so sídlom v **eurozóne**.

**Ústredná štátna správa [Central government]:** štátna správa podľa definície **Európskeho systému účtov 1995**, ale bez regionálnych štátnych správ a miestnych samospráv (pozri tiež **Verejná správa**).

**Úverová inštitúcia [Credit institution]:** i) podnik, ktorého predmetom činnosti je prijímať vklady alebo iné splatné peňažné prostriedky od verejnosti a poskytovať úvery na vlastný účet alebo ii) podnik alebo právnická osoba iná ako v bode i), ktorá vydáva platobné prostriedky vo forme elektronických peňazí.

**Úverové riziko [Credit risk]:** riziko, že **zmluvná strana** nesplátí svoj záväzok úplne v deň jeho splatnosti alebo v neskoršom čase. Úverové riziko zahŕňa riziko náhrady nákladov a riziko istiny. Zahŕňa aj riziko zlyhania zúčtovacej banky.

**Úverový derivát [Credit derivative]:** finančný nástroj, ktorý oddeľuje úverové riziko od podkladovej finančnej transakcie, čím umožňuje samostatné ocenenie a prevod úverového rizika.

**Úvery PFI rezidentom eurozóny [MFI credit to euro area residents]:** pôžičky **PFI** poskytnuté rezidentom **eurozóny** iným ako PFI (vrátane **sektora verejnej správy** a súkromného sektora) a cenné papiere emitované rezidentmi eurozóny inými ako PFI (akcie a iné majetkové a **dlhové cenné papiere**) v držbe PFI.

**Verejná správa [General government]:** sektor, ktorý podľa definície **Európskeho systému účtov 1995** zahŕňa rezidentské subjekty orientujúce sa najmä na produkciu netrhových tovarov a služieb určených na individuálnu a spoločenskú spotrebu a na prerozdeľovanie národného dôchodku a bohatstva. Zahŕňa ústrednú štátnu správu, regionálnu štátnu správu, miestnu samosprávu a fondy sociálneho zabezpečenia. Nepatria sem subjekty vo vlastníctve štátu, ktoré sa zaoberajú komerčnou činnosťou, napríklad štátne podniky.

**Výkonná rada [Executive Board]:** jeden z rozhodovacích orgánov **Európskej centrálnej banky (ECB)**. Členmi Výkonnej rady sú prezident a viceprezident ECB a ďalší štyria členovia vymenovaní po vzájomnej dohode hláv štátov alebo vlád krajín, ktoré prijali euro.

**Základňa na výpočet povinných minimálnych rezerv [Reserve base]:** základňou na výpočet výšky **povinných minimálnych rezerv úverovej inštitúcie** je súčet stanovených položiek súvahy (konkrétne pasív).

**Ziskovosť podnikov [Corporate profitability]:** ukazovateľ podnikovej výnosovosti, najmä vo vzťahu k podnikovým tržbám, aktívam alebo k základnému imaniu. Existuje viacero rôznych ukazovateľov ziskovosti vychádzajúcich z finančných výkazov podniku, napríklad pomer prevádzkového zisku (tržby mínus prevádzkové náklady) k tržbám, pomer čistého zisku (zisk z prevádzkových a neprevádzkových činností po odpočítaní daní, odpisov a mimoriadnych položiek) k tržbám, návratnosť aktív (pomer čistého zisku a celkových aktív) a návratnosť základného imania (pomer čistého zisku a vlastného imania). Na makroekonomickej úrovni sa ako ukazovateľ ziskovosti na základe národných účtov často používa **hrubý prevádzkový prebytok**, napríklad vo vzťahu k HDP alebo k pridanej hodnote.

**Zmluva [Treaty]:** odkazuje na Zmluvu o založení Európskeho spoločenstva („Rímska zmluva“). Zmluva bola viackrát novelizovaná, predovšetkým zmluvou o Európskej únii („Maastrichtská zmluva“), ktorá položila základy **Hospodárskej a menovej únie** a obsahuje Štatút **ESCB**.

**Zmluvná strana [Counterparty]:** je druhou stranou finančnej transakcie (napríklad akejkolvek transakcie s centrálnou bankou).

